



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

INVESTICE DO AKCIÍ ENERGETICKÉHO PRŮMYSLU

INVESTING IN SHARES OF ENERGY INDUSTRY

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Prokop Kudlík

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

BRNO 2017

Zadání bakalářské práce

Ústav: Ústav ekonomiky
Student: **Prokop Kudlík**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Ekonomika podniku
Vedoucí práce: **prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**
Akademický rok: 2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává bakalářskou práci s názvem:

Investice do akcií energetického průmyslu

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je návrh investičního doporučení pro správce podílového fondu k rozšíření portfolia oborového podílového fondu.

Základní literární prameny:

GLADIŠ, Daniel. Naučte se investovat. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1205-9.

JÍLEK, Josef. Akciové trhy a investování. Praha: Grada, 2009. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-8-247-2963-3.

MISHKIN, Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets. 8th ed. Boston: Pearson/Addison Wesley, 2007, 1 sv. (různé stránkování) : barev. il., mapy. ISBN 0-321-28726-6.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-8-247-3671-6.

VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Bakalářská práce je zaměřena na návrh investičního doporučení pro rozšíření investičního portfolia oborového podílového fondu. Po formulaci adekvátních teoretických východisek práce jsou v souladu s investiční strategií modelového podílového fondu vybrány vhodné akciové společnosti. Ty jsou analyzovány za použití vybraných poměrových ukazatelů a srovnány mezi sebou za účelem návrhu samotného investičního doporučení.

Abstract

The bachelor thesis is focused on an investment recommendation for expansion of an investment portfolio of a mutual fund. After the formulation of adequate theoretical basis of work, suitable joint stock companies are selected in accordance with investment strategy of the model unit trust. These are analyzed using selected ratios and compared to each other with a purpose to design the investment recommendation itself.

Klíčová slova

investice, akcie, podílový fond, fundamentální analýza, finanční analýza

Key words

investment, asset, mutual fund, fundamental analysis, financial analysis

Bibliografická citace

KUDLÍK, P. *Investice do akcií energetického průmyslu*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 75 s. Vedoucí bakalářské práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracoval/a jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil/a autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 1. června 2017

podpis studenta

Poděkování

Mé velké díky patří prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za vedení této práce a za cenné připomínky a čas, který byl ochoten poskytnout.

OBSAH

ÚVOD.....	11
1 CÍLE A METODOLOGIE PRÁCE.....	13
1.1 Globální cíl.....	13
1.2 Parciální cíle.....	13
1.3 Metodologie	13
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	15
2.1 Investice	15
2.1.1 Reálné investice	15
2.1.2 Finanční investice	16
2.2 Cenné papíry	16
2.3 Akcie	17
2.3.1 Kmenové akcie	17
2.3.2 Prioritní akcie.....	18
2.4 Kolektivní investování	18
2.4.1 Investiční a podílový fond	19
2.4.2 Statut fondu kolektivního investování	21
2.5 Fundamentální akciová analýza	22
2.5.1 Vnitřní hodnota akcie.....	23
2.5.2 Odvětvová (oborová) analýza	24
2.5.3 Analýza jednotlivých akcií (firemní analýza).....	26

2.5.4	Finanční analýza podniku	27
2.5.5	Bonitní modely	31
2.5.6	Metody mezipodnikového srovnávání.....	32
3	CHARAKTERISTIKY MODELOVÉHO PODÍLOVÉHO FONDU	34
4	VÝBĚR ANALYZOVANÝCH SPOLEČNOSTÍ.....	36
4.1	Albioma SA.....	36
4.2	Dong Energy S/A	38
4.3	Enel S.p.A.	41
4.4	Vestas Wind Systems A/S.....	42
5	ODVĚTVOVÁ (OBOROVÁ) ANALÝZA.....	44
5.1	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus.....	44
5.2	Tržní struktura odvětví	44
5.3	Způsoby státní regulace v odvětví a perspektivy jeho budoucího vývoje	45
6	ANALÝZA VYBRANÝCH POMĚROVÝCH UKAZATELŮ VYBRANÝCH AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ.....	49
6.1	Volba poměrových ukazatelů.....	49
6.2	Albioma SA.....	50
6.3	Dong Energy S/A	52
6.4	Enel S.p.A.	53
6.5	Vestas Wind Systems A/S.....	55
6.6	Závěry analýzy poměrových ukazatelů.....	56

7	KOMPARACE SPOLEČNOSTÍ METODOU MEZIPODNIKOVÉHO SROVNÁVÁNÍ.....	57
7.1	Volba váhy a charakteru ukazatelů	57
7.2	Komparace společností metodou váženého součtu pořadí.....	58
8	VERIFIKACE BONITNÍM MODELEM	59
8.1	Vestas Wind Systems A/S.....	59
8.2	Dong Energy S/A	60
9	NÁVRH INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ	61
9.1	Vestas Wind Systems A/S.....	61
9.2	Dong Energy S/A	62
9.3	Albioma SA, Enel S.p.A.	63
	ZÁVĚR	64
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	66
	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ	70
	SEZNAM GRAFŮ	71
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	72
	SEZNAM TABULEK	73
	SEZNAM PŘÍLOH.....	74

ÚVOD

Investice do akcií je dnes již tradičním přístupem ke snaze zhodnotit své zdroje. Jejich popularita a pevné místo ve světě finančních trhů zcela jistě souvisí s potenciálem velkých zisků, které obchodování s akciemi poskytuje. Ruku v ruce s ním jde ale i riziko velkých ztrát.

Možnosti zhodnocení úspor drobných investorů investicemi do některých zajímavých titulů se otevírají s principem kolektivního investování.

Tradiční otázkou je, kterou akcii neopomenout při tvorbě investičního portfolia. V tomto případě je řešena problematika rozšíření investičního portfolia oborového podílového fondu o konkrétní emise akcií. Přístupů existuje mnoho, od čistě intuitivních, po technické analýzy. Přístup použitý v této práci je fundamentální analýza, nejkomplexnější nástroj ke zjištění tzv. vnitřní hodnoty akcie. Ta je, dle teoretických východisek zpracovaných ve druhé kapitole, klíčem ke správným rozhodnutím investora.

Pro účely této práce kalkuluji s fiktivním oborovým podílovým fondem zaměřeným na energetiku. Společnosti uvažované pro účely investice se zabývají výrobou, přeměnou, distribucí a dalším nákládáním s energií z tzv. obnovitelných zdrojů. Práce se tak dotýká i problematiky minimalizace negativních dopadů lidského konání na planetu.

Práce je rozdělena do několika kapitol, které na sebe logicky navazují. První spočívá v představení cílů a metod práce, v další jsou metodou řešerše zpracována teoretická východiska pro analytickou část. V rámci ní je nejprve představen uvažovaný podílový fond pomocí vybraných důležitých informací z jeho statutu. Z něj vychází výběr akciových společností, které odpovídají kritériím ve statutu definovaným. Samotná fundamentální analýza, vzhledem k zamýšlenému rozsahu práce omezená na odvětvovou, neboli oborovou analýzu a na analýzu vybraných poměrových ukazatelů, je zpracována ve dvou následujících kapitolách. Na základě interpretace výsledků fundamentální analýzy lze již formulovat investiční doporučení. Pro jeho regulérnost jsou však nejprve vybrané akciové tituly podrobeny porovnání metodou mezipodnikového srovnávání. Společnosti, které v rámci ní dosáhnou nejlepších výsledků, jsou navíc podrobeny testu bonitním modelem, konkrétně výpočtem indexu bonity. Nakonec

je formulováno samotné investiční doporučení, jakožto globální cíl. Nejdůležitější body celého textu jsou poté shrnuty v rámci závěru práce.

1 CÍLE A METODOLOGIE PRÁCE

Hlavní cíl práce lze označit jako cíl globální, jemuž jsou poddruženy cíle parciální.

1.1 Globální cíl

Globálním cílem této práce je návrh investičního doporučení pro správce podílového fondu k rozšíření portfolia oborového podílového fondu.

1.2 Parciální cíle

V rámci plnění globálního cíle práce jsou vytyčeny následující parciální cíle:

- Formulace charakteristik modelového podílového fondu a kritérií pro výběr společností k posouzení vhodnosti jejich zařazení do portfolia fondu,
- výběr společností pro analýzu na základě kritérií formulovaných ve statutu fondu,
- provedení oborové analýzy v rámci ekonomiky zamýšlené investice a finanční analýzy poměrových ukazatelů vybraných společností,
- provedení mezipodnikového srovnání,
- verifikace vybraných akciových titulů s využitím bonitního modelu a formulace investičního doporučení.

1.3 Metodologie

Ve druhé kapitole, tedy v teoretických východiscích práce, je použito metody rešerše. Vycházejíc z odborných zdrojů uvedených v seznamu použité literatury tak jsou definovány klíčové pojmy a vytvořen teoretický rámec pro další části práce. S tím se automaticky pojí studium dané literatury.

Třetí kapitola již vychází z nabytých poznatků. Jejím cílem je formulovat statut fondu v souladu s teoretickými poznatky a platnými právními předpisy dle českého práva. Jde o důležitý krok v rámci pokračování předložené práce a východisko k dalším kapitolám.

Následuje výběr společností vhodných pro hlavní část práce, samotnou analýzu za účelem vytvoření návrhu investičního doporučení pro správce podílového fondu k rozšíření portfolia oborového podílového fondu. Takovému výběru předchází sběr dat. Ta jsou analyzována a porovnávána s kritérii definovanými ve třetí kapitole.

Navazuje řešení problematiky fundamentální analýzy vybraných akciových společností. Soubor metod této analýzy je přizpůsoben žádoucímu rozsahu práce. Autor tak vypouští provedení globální fundamentální analýzy a začíná s oborovou fundamentální analýzou. Ta spočívá ve sběru dat a v jejich interpretaci dle teoretických východisek a úsudku autora. Analýza samotných akciových společností je omezena na finanční analýzu vybraných poměrových ukazatelů.

Výsledky analýzy poměrových ukazatelů jsou interpretovány dle teoretických východisek práce a dosazením do matice využity k provedení matematicko-statistické metody mezipodnikového srovnávání. Ta umožňuje komparaci akciových společností dle autorem zvolených kritérií. Metodou mezipodnikového srovnávání je pro účely práce zvolena metoda váženého součtu pořadí.

Vzhledem k tomu, že interpretace výsledků fundamentální analýzy vychází do jisté míry z úsudku autora, je finanční situace společností, které vzešly nejlépe z mezipodnikového srovnání, ověřena výpočtem indexu bonity za tři po sobě jdoucí roky a porovnáním získaných hodnot s hodnotami doporučenými dle teoretických východisek. Poté již lze formulovat samotné investiční doporučení.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V této kapitole jsou sepsány teoretické poznatky, potřebné pro pochopení dané tematiky. Z nich vychází další kapitoly práce.

2.1 Investice

Investici lze realizovat podnikatelskou činností za účelem dosažení zisku, což chápeme jako vkládání soudobých prostředků do aktivit, které v budoucnu mají přinést kýžený efekt. Krom toho lze investici definovat na základě obětování určité přesně známé dnešní hodnoty za účelem získání vyšší hodnoty v budoucnosti, byť s rizikem, že nebude dosahovat žádoucí výše. Jde o nákup investičních nástrojů různých typů se záměrem jejich držby, ať už krátkodobé, nebo dlouhodobé. Z jejich držby plyne nárok na z nich plynoucí cash flow, nebo vlastník nástroje hodlá profitovat z růstu hodnoty takových instrumentů. Vyloučena není ani kombinace obou přístupů (1, s. 52).

2.1.1 Reálné investice

„Reálné investice bývají vázány buď na určité konkrétní podnikatelské činnosti, nebo na předměty hmotného charakteru.“ (1, s. 53)

Za atraktivní je tato investice považována zejména v období hospodářské, politické nejistoty, nebo pouze v situaci, kdy se investor cítí být ohrožen inflací. Reálné investice jsou:

- přímé podnikání,
- nákup nemovitostí,
- nákup movitých věcí,
- nákup komodit (1, s. 53).

2.1.2 Finanční investice

Finanční investice chápeme jako:

- peněžní vklady,
- poskytování úvěrů a půjček,
- nákup cenných papírů,
- další druhy finančních investic (1, s. 53).

„Finanční investice je obvykle jistým certifikátem nebo zápisem do evidované listiny a představuje finanční aktivum. Je to tedy nárok na příjem nebo jmění firmy, domácnosti nebo vlády.“ (2, s. 132 – 133)

Investice relevantní pro potřeby této práce jsou investice do cenných papírů, a to prostřednictvím kolektivního investování. Daná problematika je tak blíže zpracována v dalších podkapitolách.

2.2 Cenné papíry

Z hlediska majetkové podstaty lze investiční cenné papíry rozdělit do dvou skupin, a to na:

- majetkové cenné papíry,
- dluhové cenné papíry (1, s. 229).

Majetkovými cennými papíry rozumíme podnikové, neboli korporální **akcie**. Jejich zakoupení pro investora znamená nabytí vlastnictví podílu akciové společnosti, čímž nabývá práv akcionáře. Dluhové cenné papíry jsou dokladem o zapůjčení prostředků investorem. Ten zakoupením takových cenných papírů získává právo na předem stanovený úrok a pochopitelně na navrácení jistiny (1, s. 229 – 230).

2.3 Akcie

„Akcie je cenný papír představující podíl na vlastnictví akciové společnosti. Společnost vydává akcie za účelem získání peněz pro svůj vznik nebo rozvoj svých aktivit.“ (3., s. 10)

„Jedná se o dlouhodobý cenný papír, který nemá stanovenou dobu splatnosti.“ (4, s. 230)

Existují dva základní druhy akcií, a to:

- akcie kmenové,
- akcie prioritní (3., s. 10).

2.3.1 Kmenové akcie

Jde o akcie, s nimiž se běžně pojí tři základní práva. Těmi jsou:

- právo účasti a hlasování na valných hromadách akciové společnosti,
- právo na odpovídající podíl ze zisku (právo na dividendy), který akciová společnost vytvoří (1, s. 231),
- právo na odpovídající podíl na případném likvidačním zůstatku akciové společnosti (1, s. 231).

Přitom je třeba brát na vědomí, že dividendový výnos takové akcie (na rozdíl od dluhopisů) není předem zaručen, i za předpokladu ziskovosti společnosti může být zisk zadržen (5, s. 117).

Zaručení pouze těchto standardních práv je typické právě pro kmenové akcie. Podoba takových akcií se ale může do určité míry lišit na základě různé legislativy států. Emisní podmínky akcií musí vždy odpovídat legislativě státu, ve kterém je daná společnost, neboli emitent, registrována (1, s. 231).

2.3.2 Prioritní akcie

Ve většině případů se jedná o akcie, se kterými se nepojí žádná hlasovací práva. Lze se setkat i s termínem preferenční akcie (1, s. 232).

Jejich výhodou je přednost při výplatě dividend před akciemi kmenovými; mají prioritu, proto prioritní. Íleek je nazývá hybridem mezi kmenovými akciemi a dluhem podniku (3, s. 23).

2.4 Kolektivní investování

„Podstatou kolektivního investování, jakožto podnikatelské činnosti, je shromažďování peněžních prostředků od předem neurčitého a neomezeného okruhu právnických a fyzických osob (tedy od veřejnosti) za účelem jejich použití na podnikání na základě principů rozptýlení rizika způsoby, které dovoluje zákon.“ (6, s. 311)

Kolektivní investování je tak zvláštní formou zhodnocování úspor domácností prostřednictvím subjektů kolektivního investování. Jeho princip je velmi starý, poskytuje totiž množství očividných výhod (6, s. 310).

Lze také konstatovat přínos takového investování pro ekonomiku jako celek. Prostředky drobných střadatelů jsou realizací investice přeměňovány na finanční aktiva dlouhodobější povahy. Značné objemy peněz, které se tímto způsobem dostanou na finanční trh, umožňují financování rozsáhlých reálných investic a kladně tak ovlivňují hospodářský růst. Toto platí v plné míře pro majetkové investiční a podílové fondy (1, s. 596).

Hlavní **pozitiva** spojená s kolektivním investováním tak jsou:

- diversifikace rizika,
- snížení transakčních nákladů,
- jednodušší přístup k instrumentům a trhům,
- profesionální správa svěřeného majetku,
- vysoká a soustavně zajištěná likvidita,

- jednoduchost investování (4, s. 638 – 639).

Tyto výhody umožňují drobným investorům investice do širokého spektra instrumentů, které by si za jiných okolností nemohli dovolit (4, s. 632).

Negativy naopak jsou:

- riziko konfliktu zájmů mezi investorem a správcem portfolia,
- poplatky za správu prostředků investora,
- riziko nedostatečné výkonnosti fondu,
- omezení investiční volnosti,
- riziko podvodů a ztráty v důsledku nelegálních a podvodných transakcí,
- neexistence státních systémů pojištění (4, s. 639 – 340).

Samozřejmě lze konstatovat, že i investování na kolektivním principu s sebou nese riziko ztráty hodnoty investice kvůli nežádoucím tržním pohybům. Jakákoliv je tedy snaha o jeho diverzifikaci, zcela imunní vůči riziku není žádný investorský přístup (4, s. 638).

Za subjekty kolektivního investování můžeme považovat investiční společnost, investiční fond a podílový fond (6, s. 467 – 473).

Pro kompletní vymezení majetkových investičních a podílových fondů je třeba uvést následující členění:

- „klasické“ investiční a podílové fondy kolektivního investování,
- Exchange Traded Funds,
- fondy kvalifikovaných investorů, neboli „Hedge Funds“ (1, s. 596).

2.4.1 Investiční a podílový fond

Hlavním rozdílem mezi investičním a podílovým fondem je věc právní subjektivity. Investiční fond právní subjektivitu má, podílový fond nikoliv. Je tedy nezbytné, aby podílový fond spravovala licencovaná finanční instituce – zpravidla investiční společnost. Ta je oprávněna vykonávat funkci obhospodařovatele, administrátora, příp.

další činnosti, jako je úschova a správa investičních nástrojů investičních a podílových fondů (1, s. 118).

Obhospodařovatel je osoba dle České národní banky oprávněná spravovat majetek fondu, včetně investování na účet fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním (7, §6).

Administrátorem je osoba provádějící administraci, tedy vedení účetnictví, poskytování právních služeb, vyřizování reklamací a stížností, oceňování majetku, výpočet aktuální hodnoty cenných papírů vydávaných fondem, rozdělování a vyplácení výnosů z majetku fondu a další funkce. Jedná – li se o standardní fond, administrátorem může být pouze jeho obhospodařovatel (7, §40).

Pro účely práce je důležité definovat především **podílový fond**.

„Podílové fondy nejsou samostatnými právními subjekty, nýbrž pouze soubory majetku náležejícího podílníkům příslušného podílového fondu v poměru podle součtu vlastněných podílových listů.“ (1, s. 598)

Cenným papírem podílového fondu je podílový list. Ten investor kupuje od investiční společnosti, čímž se stává podílníkem na majetku daných podílových fondů. Takto investované prostředky spravuje svým jménem investiční společnost. Činí tak v souladu se schváleným statutem fondu – je schválen ČNB, která zároveň uděluje souhlas k vytvoření podílového fondu. Rozlišujeme uzavřené podílové fondy kolektivního investování a otevřené podílové fondy kolektivního investování (1, s. 598 – 599).

Uzavřený podílový fond je méně častá forma ze dvou jmenovaných. Fixní počet nevypověditelných akcií je investorům prodán při založení fondu (8, s. 345).

Bývá zpravidla zakládán pouze na omezenou dobu. Je tomu tak z důvodu absence práva držitelů podílových listů na jejich zpětný odprodej. Je-li to zakotveno ve statutu fondu, zpětná přeměna na hotové peníze může být realizována jedině prodejem na sekundárním trhu cenných papírů (1, s. 599).

Otevřený podílový fond bývá oproti tomu otevřen ve většině případů na dobu neurčitou. S tím je spojena i neomezená doba vydávání podílových listů a počet emitovaných kusů.

Především však investor může kdykoliv od investiční společnosti podílový fond spravující odkoupit podílové listy za cenu odpovídající jejich aktuální hodnotě, která se rovná hodnotě majetku připadajícího na jeden podílový list. Podílové listy takových fondů tak nejsou obchodovány na organizovaných sekundárních trzích (1, s. 598 – 599).

Dle investičního kritéria předmětného zaměření investic můžeme dále dělit fondy na akciové, fondy peněžního trhu, dlouhodobých dluhopisů, reálných aktiv a další. Pro účely této práce jsou nejdůležitější fondy akciové. Ty jsou všeobecně považovány za poměrně rizikové, neboť jejich výkonnost se odvíjí od vývoje kurzů akcií obsažených v portfoliích těchto fondů a podléhá tak velké volatilitě. Vzhledem k této práci je vhodné uvést členění fondů dle zaměření podnikatelské činnosti akciových společností portfolia fondu na univerzální a odvětvové, resp. oborové (1, s. 600 – 601).

2.4.2 Statut fondu kolektivního investování

Statut fondu dle českého práva upravuje zákon č. 240/2013 Sb. O investičních společnostech a investičních fondech.

„Statut fondu kolektivního investování je dokument, který obsahuje investiční strategii fondu kolektivního investování, popis rizik spojených s investováním tohto fondu a další údaje nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení investice, zpracované formou srozumitelnou běžnému investorovi.“ (7, § 219)

Statut obsahuje především:

- údaje o obhospodařovateli, administrátorovi a depozitáři,
- údaje nutné k identifikaci fondu kolektivního investování,
- investiční strategii a investiční limity,
- údaje o historické výkonnosti fondu,
- zásady hospodaření fondu,
- údaje o výplatě podílů na zisku nebo výnosech fondu,
- údaje o podílových listech a akciích vydávaných fondem,
- údaje o poplatcích účtovaných investorům,

- a další údaje nezbytné pro investory k posouzení vhodnosti investice (7, §220).

Statut podílového fondu, jakožto jeho základní dokument, musí být investorům přístupný ještě před nákupem podílových listů. Jedině tak se s ním může seznámit a posoudit vhodnost zamýšlené investice. Každý fond musí mít svůj vlastní statut, který přijímá investiční společnost ve shodě se svými stanovami. **Statut investičního fondu** se v mnohém se statutem fondu podílového shoduje. Rozdíl spočívá v tom, že je doplňkem stanov investičního fondu, jakožto subjektu s právní subjektivitou a plní tak právě spolu se stanovami funkci společenské smlouvy (6. s. 491 – 492).

2.5 Fundamentální akciová analýza

Fundamentální analýza je považována za nejkompexnější analytický přístup. Soustřeďuje se jak na firemní fundamentální faktory, jako jsou očekávané a historické zisky a dividendy společností vyplácené, rentabilita, likvidita atp., tak na faktory odvětvové a globální. Fundamentální analýza je tedy prováděna na třech úrovních:

- globální fundamentální analýza,
- odvětvová fundamentální analýza,
- firemní fundamentální analýza (4, s. 310).

Pro účely této práce se omezím na odvětvovou a firemní fundamentální analýzu. Proto globální analýza, jejímž cílem je zhodnocení makroekonomického prostředí na hodnotu akcie, není pokryta ani v teoretických východiscích této práce.

Druhým z nejčastějších přístupů k analýze akcie je technická analýza. Ta vychází ze studia nabídky a poptávky a využívá k tomu především cenu a objem obchodů. Je vhodnější na načasování obchodu, zatímco fundamentální analýza v obecné rovině naznačuje směr trhu. Pro to je zapotřebí stanovit vnitřní hodnotu akcie, která je podstatou fundamentální analýzy (9, s. 39).

„Technická a fundamentální analýza jsou zcela odlišnými analytickými přístupy. Ze zcela rozdílných hledisek se však do jisté míry pokoušejí o to samé, a sice objasnit a prognózovat pohyb kurzů investičních instrumentů, např. Akcií. Jejich cíl, nástroje, metody, faktory, na které se soustřeďují, časový horizont, na který se využívají, a z velké části i zdroje jejich datové základny se však liší.“ (10, s. 18)

Fundamentální analýza kromě jiného umožňuje prostřednictvím identifikace správně a špatně oceněných akcií provádět *stock picking*, výběr atraktivních akciových titulů do portfolia (4, s. 311).

Jak již bylo řečeno, fundamentální analýza je nástrojem ke zjištění vnitřní hodnoty akcie.

2.5.1 Vnitřní hodnota akcie

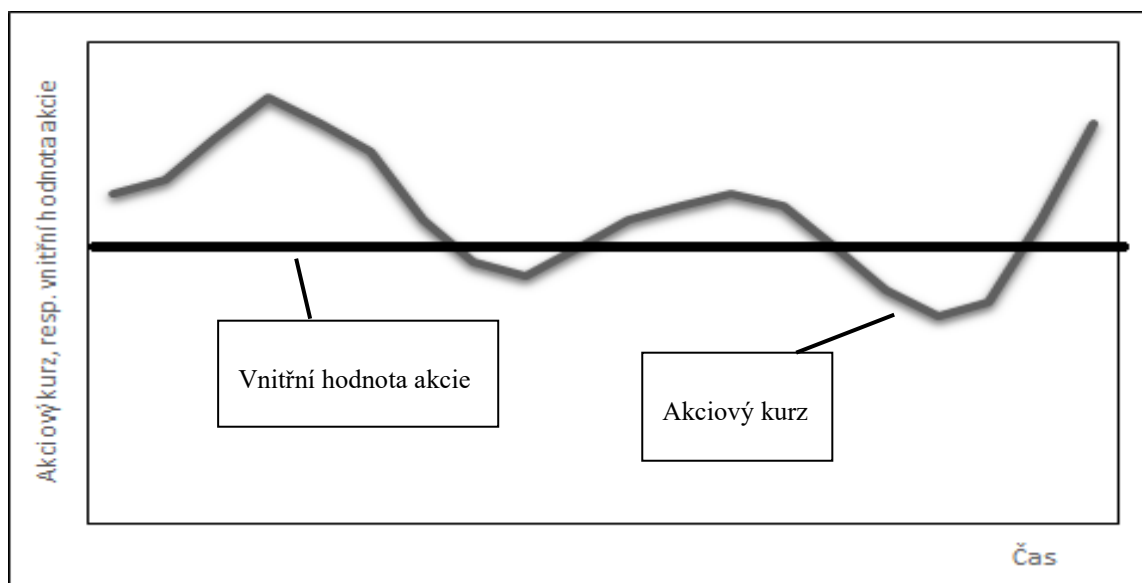
Vnitřní hodnota je teoretickou cenou akcie, v případě, že je vyšší než aktuální kurz, akcie je podhodnocena (1, s. 237).

„Investiční příležitosti leží právě v rozdílu mezi cenou a vnitřní hodnotou akcie.“ (11, s. 35)

Důležitou skutečností je, že vnitřní hodnota akcie není hodnota zcela objektivní. Nehledě na to, která metoda je zvolena pro její stanovení, vždy se pracuje s některými subjektivními prvky. Ty jsou zároveň klíčem k pochopení míry rizika, které je s investicí spojeno. Jak je popsáno dále v práci, subjektivní prvky akciové analýzy, v tomto případě fundamentální, jsou oblastmi nejnáchylnějšími výskytu jevu zvaného jako „černá labuť“ (11, s. 35).

Krátkodobé pohyby cen, neboli fluktuace trhu je jev, který nemá na vnitřní hodnotu akcie vliv. Tento jev je důsledkem velmi četných obchodů na trhu; cenu tedy determinují jednoduše zákony nabídky a poptávky. Cílem investora je najít akcií s pokud možno největším bezpečnostním polštářem, tedy již zmíněným rozdílem mezi aktuální cenou akcie a její vnitřní hodnotou (11, s. 35 – 36).

Dále platí, že ve velmi krátkém období lze vnitřní hodnotu akcie považovat za neměnnou. To je znázorněno následujícím obrázkem (1, s. 237 – 238).



Obr. 1: Vnitřní hodnota akcie ve velmi krátkém období (Vlastní zpracování dle 1, s. 238)

Ze skutečnosti, že vnitřní hodnota akcie je veličinou do určité míry subjektivní (tak jako jsou výsledky individuálních výpočtů různé v souvislosti nejen se vstupem subjektivních faktorů, ale i s růzností informací a údajů, jimiž investoři disponují), vyplývá nutnost existence značného množství vnitřních hodnot jedné akcie v kterémkoli okamžiku. Tyto individuální vnitřní hodnoty jsou zabudovány do obchodních (burzovních) příkazů, čímž se podílejí jak na změně vnitřní hodnoty akcie, tak v důsledku toho i samotné kurzy akcií (1, s. 238).

2.5.2 Odvětvová (oborová) analýza

Provedení globální analýzy v rámci fundamentální akciové analýzy je nedostačující, neb ne všechna odvětví jsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky. Opak je pravdou. V první řadě bývá prováděna identifikace charakteristických znaků jednotlivých odvětví, neboli oborů (1, s. 244 – 245).

Citlivost odvětví na hospodářský cyklus je faktor, dle kterého můžeme odvětví rozdělit na:

- odvětví cyklická,
- odvětví neutrální,
- odvětví anticyklická (1, s. 245).

Vývoj situace v cyklických odvětvích, např. ve stavebnictví, kopíruje vývoj ekonomiky jako celku, opakem je, logicky, odvětví anticyklické, které dosahuje nejlepších výsledků v období recese, naopak nedaří se mu v období expanze. Mezi nimi stojí odvětví neutrální, která obecně nebývají ovlivňována hospodářským cyklem. Taková odvětví většinou produkují výrobky a služby, jejichž pomyslná poptávková křivka je velmi neelastická (1, s. 245).

Za nejvíce volatilní akcie jsou považovány akcie cyklické. Proto je obecně nejobtížnější analyzovat vývoj takových akcií. Naproti tomu nejsnazší je to u akcií neutrálních odvětví (4, s. 329).

Tržní struktura odvětví poukazuje na významnou věc – konkurenční podmínky v odvětví. Je nezbytně nutné vědět, zda analyzovaná společnost je součástí odvětví:

- monopolního,
- oligopolního,
- konkurenčního (1, s. 246).

Některá literatura dále rozlišuje konkurenci na dokonalou a nedokonalou (4, s. 330).

Dokonale konkurenční trhy jsou takové, kde poptávka po daných produktech je dokonale elastická, podnikatelské subjekty tak nemohou individuálně ovlivnit cenu. Většina trhů je však nedokonale konkurenčních, a to na základě:

- nedokonalé informovanosti poptávajících a nabízejících,
- nenulových nákladů na změnu dodavatele,
- nehomogenitě produktu,
- relativně malý počet nabízejících (12, s. 132 – 135).

Způsoby státní regulace odvětví výrazně ovlivňují chod podnikatelských subjektů. Několik možných podob regulace je:

- určování maximálních cen,
- umělé bariéry vstupu do odvětví,
- dotace , subvence a další (1, s. 246).

Negativní vliv na ceny akcií má především určování maximálních cen, což je regulace ovlivňující ziskovou marži a další, které vyvolávají dodatečné firemní náklady. Nejlépe vnímány jsou z nich ty, které se týkají ochrany životního prostředí; kompenzace vzniku negativních externalit. Pozitivně na ceny akcií pak působí dotace, subvence a na vybrané podniky i existence umělých bariér vstupu do odvětví, které má za důsledek ochranu již fungujících subjektů před konkurencí; celý faktor způsobů státní regulace odvětví tak vlastně souvisí i s faktorem předchozím, tedy tržní strukturou odvětví (1, s. 246).

Nakonec je třeba znát **perspektivy budoucího vývoje odvětví**. Principem analýzy tohoto faktoru je získat představu o tom, která odvětví budou v budoucnu rozvojová, a která období budou útlumová. Pro to je zásadní věnovat pozornost očekávané strukturální změny, zejména předpokládané inovační procesy. V úvahu se bere také historický vývoj odvětví (1, s. 246).

2.5.3 Analýza jednotlivých akcií (firemní analýza)

Ještě před provedením samotné analýzy akcií je potřeba analyzovat společnosti, které je emitují (1, s. 247).

„Žádnou emisi (podnikových) akcií nelze považovat za dostatečně „kvalitní“, nebude-li jejich emitent dlouhodobě vytvářet zisk. Z toho vyplývá, že zásadním kritériem hodnocení akcií jednotlivých akciových společností, je „kvalita“ jejich emitenta. A protože lze na akcie pohlížet jako na cenné papíry s nekonečně dlouhou životností, nelze hodnotiti „kvalitu“ jejich emitentů pouze podle jejich aktuální hospodářské situace, nýbrž podle toho, jakých hospodářských výsledků dosahují dlouhodobě a jaký vývoj lze u nich očekávat v budoucnosti.“ (1, s. 247)

Analýza emitentů je tak trojí:

- retrospektivní,
- současné ekonomické situace podniku,
- výhledová (perspektivní analýza) (1, s. 247).

Retrospektivní analýza, jakožto úvodní část analýzy emitenta, se zabývá jeho doposud nejvýznamnějšími vývojovými etapami. Primárním předmětem zkoumání je vývoj podnikové a organizační struktury, včetně změn vlastníků, dlouhodobá dostupnost finančních prostředků, dlouhodobý vývoj výnosů (1, s. 247).

Současnou ekonomickou situací podniku se zabývá navazující etapa analýzy a v mnoha případech to je jediná z etap, která je prováděna. Jde o případy krátkodobých investičních strategií nebo drobných investorů, kterým stačí zběžné zkoumání (1, s. 248).

Výhledová, neboli perspektivní analýza se orientuje na budoucí vývoj podniku a jeho perspektivu v rámci příslušného odvětví, oboru. Součástí etapy je predikce makroekonomických faktorů (1, s. 248).

V rámci komplexní fundamentální akciové analýzy po analýze emitenta následuje analýza vlastností jednotlivých emisí akcií. Nejdůležitější metody jsou:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- bilanční modely,
- finanční analýza podniku (1, s. 248 – 249).

Právě při analýze jednotlivých emisí akcií dochází ke snaze o číselné vyjádření vnitřní hodnoty akcie (4, s. 335).

2.5.4 Finanční analýza podniku

Finanční analýza podniku je obecně platnou metodou, jak zjistit finanční situaci podniku, slabé; silné stránky v jejím hospodaření. Využívá ji management podniku,

ale i obchodní partneři, věřitelé, nebo právě potenciální investoři v rámci sestavení fundamentální akciové analýzy. Pracuje s externími nebo interními vstupními daty. Nejzásadnějšími zdroji interních informací pro finanční analýzu podniku jsou rozvaha, výkaz zisku a ztrát (1, s. 267 – 268).

Obecně můžeme ukazatele finanční analýzy dělit dle upůsobu získání na:

- absolutní (přímo přebírány z účetních výkazů),
- rozdílové (rozdíl hodnot stavových nebo tokových absolutních ukazatelů),
- poměrové (podíl dvou nebo více absolutních či rozdílových ukazatelů) (1, s. 268).

Metody používané při určování vnitřní hodnoty akcie jsou v rámci finanční analýzy podniku vertikální analýza, horizontální analýza, analýza poměrových ukazatelů, bonitní modely, bankrotní modely, metody mezipodnikového srovnávání a další (1, s. 269).

Dále podrobněji popsane vybrané metody jsou metody důležité pro potřeby práce.

Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele umožňují získání rychlého a nenákladného obrazu základních finančních charakteristik podniku, proto jsou velmi oblíbenou a rozšířenou metodou finanční analýzy. Sestavují se jako podílové (poměr části celku a celku samotného), nebo jako vztahové (poměr samostatných veličin). Jsou vhodným nástrojem k provedení analýzy časového vývoje finanční situace společnosti, popsání závislosti mezi jevy, hodnocení rizika, předpovědi budoucího vývoje či komparaci srovnatelných firem (13, s. 55).

Poměrové ukazatele jsou:

- ukazatele rentability,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele tržní hodnoty společnosti (1, s. 270).

Ukazatele rentability poměřují zisk z podnikání s výší zdrojů podniku užitých k jeho dosažení, hovoří tedy o efektu dosaženém vložením kapitálu a o schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a zisk (1, s. 271).

Ukazatel rentability celkových aktiv (*return on assets*), neboli **ROA** je klíčovým ukazatelem úspěšnosti podnikatelské činnosti společnosti, což z něj dělá nejsledovanějšího ukazatele (1, s. 272).

$$ROA = \frac{EAT}{\text{celková aktiva}}$$

EAT představuje čistý, již zdaněný zisk. Do podílu lze dosadit i EBIT, tedy zisk před úroky a zdaněním, tato podoba vzorce je ale méně vhodná pro portfoliové investory, kteří nepovažují za svůj investiční zájem např. přímé investice s cílem získání majoritního podílu ve společnosti (1, s. 272).

Počet peněžních jednotek čistého zisku připadající na jednu peněžní jednotku vloženou do podniku je dán ukazatelem rentability vlastního kapitálu (*return on equity*), neboli **ROE**. Bývá také označován jako ukazatel zhodnocení kapitálu vloženého akcionáři. (1, s. 272 – 273).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$$

ROE nabízí odpověď na otázku, zda kapitál akcionářů, společníků a dalších investorů přináší dostatečný výnos. Hodnota ROE by měla být vyšší než prostředky z úroků z jiné formy investice, typicky státních dluhopisů s bezrizikovou úrokovou mírou. Platit by měl i vztah $ROE > ROA$ (1, s. 273).

Ukazatele zadluženosti hovoří o financování společnosti, o vztahu celkových aktiv a dluhů společnosti. Lepší podmínky pro své financování podniku vyplývají z nízkých hodnot zadlužení. Pro akcionáře a investory jsou ukazatele důležité, protože vysoká zadluženost podniku záporně ovlivňuje jeho likviditu a potenciálně i hospodářskou situaci (1, s. 273).

Základní ukazatel, celková zadluženost, je často označován i jako ukazatel věřitelského rizika, v souladu s výše uvedenými důvody. Všeobecně jsou hodnoty tohoto intervalu považovány za:

- podprůměrné, pokud jsou menší než 0,3,
- průměrné, pokud se nachází v intervalu 0,3 – 0,5,
- nadprůměrné, pokud se nachází v intervalu 0,5 – 0,7,
- rizikové, pokud jsou vyšší než 0,7 (1, s. 273 – 274).

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Extrémním případem pak je zadluženost vlastního kapitálu větší než 1. Tehdy se jedná o předlužený podnik, pravděpodobně neschopný splácet své závazky (1, s. 274), a to navzdory mnohdy pozitivnímu efektu finanční páky, na základě kterého jsou vyšší hodnoty ukazatele ne nutně nežádoucím jevem (13, s. 63 – 64).

Ukazatele likvidity jsou ukazatele zprostředkující pohled na schopnost podniku vyrovnat své krátkodobé závazky. Nelze je co do důležitosti srovnat s ukazateli zadluženosti, právě proto, že jejich vypovídací schopnost se omezuje na krátké období. Využijí jich tedy především investoři s krátkodobou investiční strategií (1, s. 274 – 275).

Ukazatele aktivity měří efektivitu hospodaření společnosti s jeho aktivy. Při nízkém vybavení aktivy je nucen se vzdát potenciálně výhodných podnikatelských příležitostí, čímž přichází o výnosy. Naopak má-li aktiv příliš mnoho, vznikají mu nadbytečné náklady snižující zisk (13, s. 60).

Nejkomplexnějším z těchto ukazatelů je **obrat celkových aktiv**, vyjadřující efektivnost využívání všech aktiv společnosti. Je nazýván také ukazatel produktivity vloženého kapitálu (1, s. 277).

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

Za dobré hodnoty se běžně považují hodnoty přibližně v intervalu (1,6 - 2,9). (1, s. 277)
Je ale vhodné porovnávat i s oborovým průměrem (13, s. 61).

Poslední skupinou jsou **ukazatele tržní hodnoty společnosti**. Vyjadřují hodnocení podnikatelské činnosti společnosti trhem, tedy investory. V plném rozsahu mohou být využity pouze u společností, jejichž akcie jsou burzovně kótovány; ukazatele obsahují i mimoúčetní údaje (1, s. 277).

Ukazatel čistého zisku na akcii je jedním z klíčových ukazatelů této skupiny, zároveň je jeho hodnota výchozí pro výpočet **Price earnings ratio – P/E**. Značí se EPS (*earnings per ratio*) (1, s. 278).

$$EPS = \frac{EAT - \text{Dividendy připadající na prioritní akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

Price earnings ratio je z pohledu investora velmi důležitým ukazatelem. Udává, kolik peněžních jednotek jsou investoři ochotni zaplatit za jednu peněžní jednotku zisku, jenž připadá na předmětnou akcii (1, s. 278).

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{EPS}$$

2.5.5 Bonitní modely

Bonitní modely přiřazují analyzované společnosti jeden koeficient, na základě kterého je možné zhodnotit její finanční situaci, a to porovnáním s doporučenými hodnotami, resp. intervaly. Koeficient sám vychází ze syntézy několika vybraných ukazatelů. Bonitní modely jsou:

- Quick Test,
- Index bonity (indikátor bonity) (1, s. 282 – 284).

Index bonity pracuje s následujícími poměrovými ukazateli:

- x_1 = cash flow/cizí zdroje
- x_2 = celková aktiva/cizí zdroje
- x_3 = zisk před zdaněním/celková aktiva
- x_4 = zisk před zdaněním/celkové výkony

- x_5 = zásoby/celkové výkony
- x_6 = celkové výkony/celková aktiva (1, s. 284).

Index je potom váženým součtem těchto šesti ukazatelů (1, s. 284).

$$Index\ bonity = 1,5 \cdot x_1 + 0,08 \cdot x_2 + 10 \cdot x_3 + 5 \cdot x_4 + 0,3 \cdot x_5 + 0,1 \cdot x_6$$

Čím vyšší je jeho hodnota, tím lépe lze hodnotit finančně ekonomickou situaci společnosti (1, s. 284 - 285).

Následující tabulka je přehledem doporučených hodnot indexu bonity.

Index bonity	Hodnocení situace společnosti
(-3; -2)	Extrémně špatná
(-2; -1)	Velmi špatná
(-1; 0)	Špatná
(0; 1)	Určité problémy
(1; 2)	Dobrá
(2; 3)	Velmi dobrá
3 a více	Extrémně dobrá

Tabulka 1: Standardizace hodnot indexu bonity (Vlastní zpracování dle 1, s. 285)

2.5.6 Metody mezipodnikového srovnávání

Metody mezipodnikového srovnávání jsou komparativně-analytické nebo matematicko-statistické metody, na základě kterých lze srovnávat společnosti vyhovující podmínkám vzájemné srovnatelnosti při výběru vhodných finančních ukazatelů s přihlédnutím k prioritám investora (1, s. 290).

Metody mezipodnikového srovnávání jsou:

- ranking podniků podle jednoho vybraného ukazatele,
- metoda jednoduchého součtu pořadí,
- metoda váženého součtu pořadí,
- metoda jednoduchého podílu,

- metoda váženého podílu,
- bodovací metoda,
- a další (1, s. 291 – 298).

Metoda váženého součtu pořadí je výhodná vzhledem ke své jednoduchosti a možnosti zohlednění různé váhy, tedy důležitosti jednotlivých vybraných poměrových ukazatelů. Umožňuje tak stanovit pořadí společností, nekvantifikuje už ale, do jaké míry se kvalita společností liší. Výsledky jsou získány dosazením do matice, kde jednotlivé sloupce odpovídají vybraným poměrovým ukazatelům, jednotlivé řádky analyzovaným společnostem. Přidané řádky pak reprezentují váhy a charaktery ukazatelů (1, s. 292 - 293).

3 CHARAKTERISTIKY MODELOVÉHO PODÍLOVÉHO FONDU

Pro účely práce je formulován modelový fiktivní podílový fond fiktivní investiční společnosti, jehož charakteristiky jsou definovány níže, dle zákona č. 240/2013 Sb., tedy zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Jde ve své podstatě o vybrané údaje ze statutu fondu, které je možné formulovat v souvislosti s fiktivní povahou fondu, a které jsou důležité pro potřeby této práce.

Označení fondu: Evropský fond energetiky, otevřený podílový fond XY Investments, investiční společnost, a.s.

Zkrácené označení fondu: Evropský fond energetiky

Region: Evropská unie

Další informace o fondu:

Jde o otevřený podílový fond bez právní osobnosti. Je obhospodařován investiční společností XY Investments. Ta zároveň provádí jeho administraci svým jménem na účet podílníků. Společnost je tak obhospodařovatelem i administrátorem. Fond je vytvořen na dobu neurčitou. Fond je akciovým fondem. Není fondem řídicím ani podřízeným.

Investiční strategie fondu:

Cílem fondu je zhodnocení aktiv v dlouhodobém horizontu při zachování optimálního poměru mezi odhadovanou rizikovostí a očekávanou výnosností. Konkrétně jde o rizikovou skupinu 6 na stupnici 1 – 7, která počítá s potenciálně vyššími výnosy a poměrně vysokým rizikem. Fond je řízen aktivně. Kritéria pro výběr společností do portfolia tohoto fondu jsou následující:

- pozitivní závěry analýzy vybraných poměrových ukazatelů,
- významné postavení na trhu.

V rámci věrnosti zásadám Pařížské dohody k Rámcové úmluvě OSN o změně klimatu a v souladu s výstupy fundamentální odvětvové analýzy zpracované dále v rámci této

práce je v procesu výběru společnosti do portfolia fondu zohledňována i environmentální politika společnosti a environmentální dopad její činnosti.

Poplatky a náklady fondu:

Jednorázové poplatky účtované před nebo po uskutečnění investice	
Vstupní poplatek	5% k aktuální hodnotě cenného papíru
Výstupní poplatek	3% z aktuální hodnoty cenného papíru
Poplatky hrazené z majetku fondu v průběhu roku	
Celková nákladnost (TER)	3,02%

Tabulka 2: Poplatky a náklady modelového podílového fondu (Vlastní zpracování)

Majetek fondu bude minimálně ze 75% investován do cenných papírů emitentů zemí Evropské Unie, konkrétně do kmenových akcií společností energetického průmyslu. Měnou fondu je Euro. Další možností investice v rámci obhospodařování majetku fondu je investování do cenných papírů fondů kolektivního investování ETF – Exchange Traded Funds a derivátové obchody, zejména za účelem omezení měnového rizika. V rámci diverzifikace portfolia a částečné eliminaci rizika lze investovat maximálně 5% hodnoty majetku fondu do investičních cenných papírů vydaných jedním emitentem.

Vzhledem k zaměření fondu je investice vhodná pro investory ochotné tolerovat vzhledem k akciovým investicím relativně vysoké riziko a značnou volatilitu ceny podílů. Jako investiční horizont, tedy zamýšlená doba trvání investice, je doporučováno 8 a více let.

4 VÝBĚR ANALYZOVANÝCH SPOLEČNOSTÍ

Výběr společností, které jsou dále analyzovány z hlediska vhodnosti zařazení do portfolia podílového fondu modelovaného ve třetí kapitole této práce, podléhá kritériím formulovaným ve statutu téhož fondu. V kapitole nejsou z důvodu rozsahu práce popsány společnosti, které prvotním sítím neprošly.

4.1 Albioma SA

Tržní kapitalizace ve měně fondu: 577 mil. EUR (14)

Albioma je francouzská akciová společnost, která se specializuje na produkci nezávislé energie s prioritou ve využívání energie biomasy a solární energie, a zároveň nejmenší společnost tohoto výběru. Producent 3605 GWh elektrické energie v roce 2016 prošel při cestě za získáváním energie z obnovitelných zdrojů zásadní transformací (15).

Období mezi roky 1982 – 1989 nazývá sama na svých oficiálních stránkách „uhelnými lety“. Tehdy vznikla společnost z vládní iniciativy vycházející z ekonomických potřeb spojených s opakujícími se ropnými krizemi. V roce 1992 přišla s inovací globálního významu. Šlo o hybridní elektrárnu využívající jak uhlí, tak přebytky z procesu úpravy cukrové třtiny pro účely získání celulózy k výrobě některých papírových produktů. Pro sousedící podnik zpracovávající cukrovou třtinu projekt znamenal kvalitní řešení zásobování energií, zároveň došlo k recyklaci jejího vedlejšího produktu a reprezentoval takový úspěch, že společnost v horizontu osmi let zakládá další čtyři elektrárny fungující na stejném principu. V roce 2004 zaznamenáváme vstup na trh s energií získanou z větru. O rok později se stal majoritním akcionářem ten současný, Financière Hélios. Další roky se nesly ve znamení realizace mnoha velkých projektů, které svědčí o dlouhodobé transformaci přístupu společnosti ke zdrojům pro získání energie. Rostla základna instalovaných solárních zařízení jak v zahraničí, s dominancí objektů v Indickém oceánu, tak v domovské Francii, kde důležitosti nabyla soustava větrných elektráren. Od roku 2012 už je energie z biomasy a doplňkově slunečního zařízení jasnou prioritou. Tento postoj vychází ze strategie definované shromážděním valné hromady podílníků v lednu toho roku. O několik měsíců později, do května 2012, je datováno spojení se společností

Methaneo, specializující se na vývoj lokálních a regionálních zařízení zemědělského anaerobního trávení. Na světě jsou již tři projekty z toho vycházející, TIPER Méthanisation, CAPTER a SAINTER. Albioma, používající současné jméno od roku 2013, od téhož roku nepodniká v oblasti větrné energie, když prodala všechny instalace tohoto druhu EDF Énergies Nouvelles (16).

Albioma se hlásí k environmentálně zodpovědné činnosti, což potvrzuje její historický vývoj i plány do budoucna. Na první elektrárnu využívající 100% biomasu hodlá navázat například dvou třetinovým podílem na produkci energie v horizontu šesti následujících let. **Tím splňuje požadavek správce podílového fondu na přístup k otázce životního prostředí. V porovnání s ostatními společnostmi tohoto výběru není postavení Albioma tak dominantní.**



Graf 1: Vývoj hodnoty akcie společnosti Albioma SA (14)

Ve sledovaném období, tedy v posledních pěti letech, hodnota významně vzrostla, a to o více než 40%. Z tohoto pohledu lze hovořit o vývoji pro potenciální investici příznivém. Pozorujeme však nemalou volatilitu se zásadním propadem kurzu akcie mezi polovinou roku 2014 a počátkem roku 2016. Na svoji nejvyšší hodnotu, více než 20 EUR za akcii ze září 2014, se doposud kurz znovu nedostal. **Vzhledem k povaze uvažovaného podílového fondu ale lze takovou volatilitu tolerovat a rizikovost považovat z tohoto pohledu za uspokojující.**

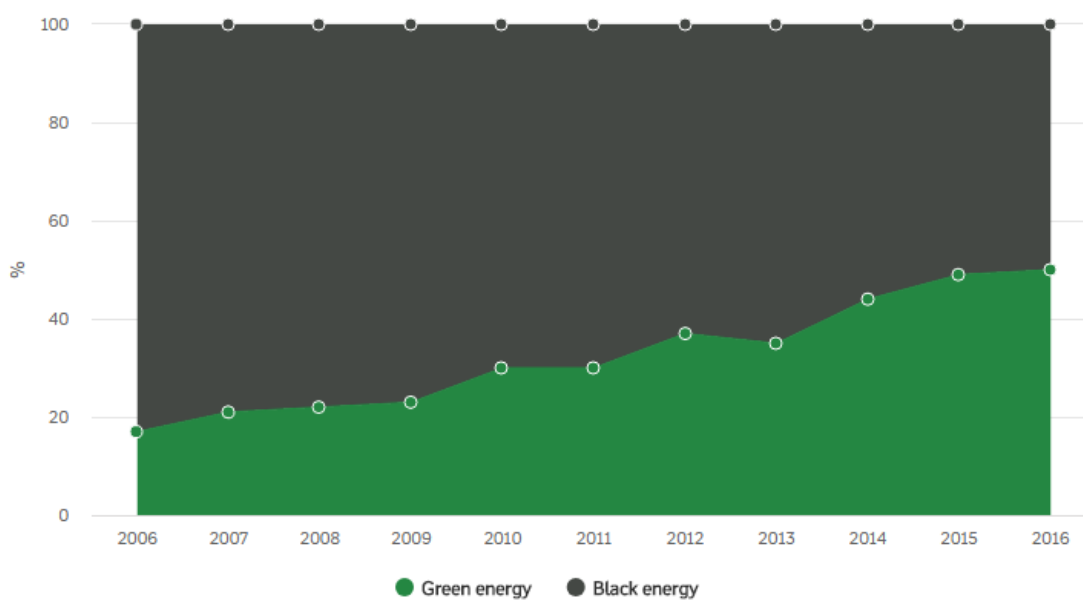
4.2 Dong Energy S/A

Tržní kapitalizace ve měně fondu: 16 295 mil. EUR (17)

Dong Energy je společnost fungující od roku 1972. Zpočátku se její činnost týkala ropy a zemního plynu, dnes již využívá různými způsoby osm druhů zdrojů elektrické a tepelné energie. Kromě samotné výroby energie zahrnuje její podnikání distribuci a zákaznický servis.

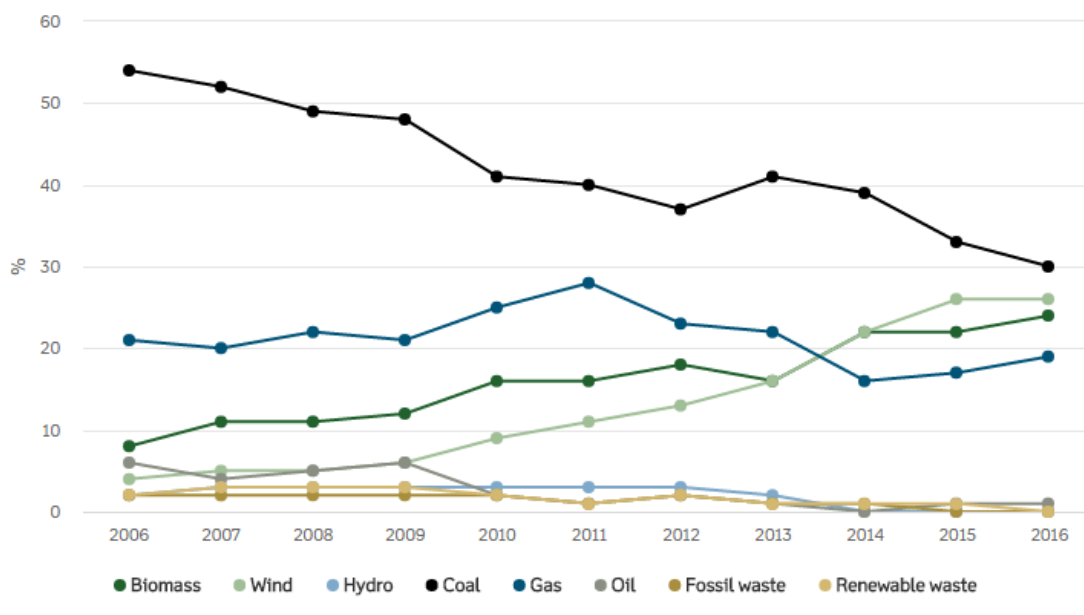
Společnost má sídlo ve městě Fredericia v Dánsku, a jako taková je z podstaty věci součástí transformace energetického průmyslu v odvětví s minimálním využitím fosilních zdrojů. Dánsko se zavázalo k následování energetické strategie spočívající v generování 100% energie z obnovitelných zdrojů v roce 2050. Stalo se první takovou zemí na světě (18).

Za 10 let, od roku 2006 do roku 2016, vzrostl podíl tzv. „zelené energie“ v produkci energie a tepla v rámci Dong Energy signifikantně ze 17% na 50%.



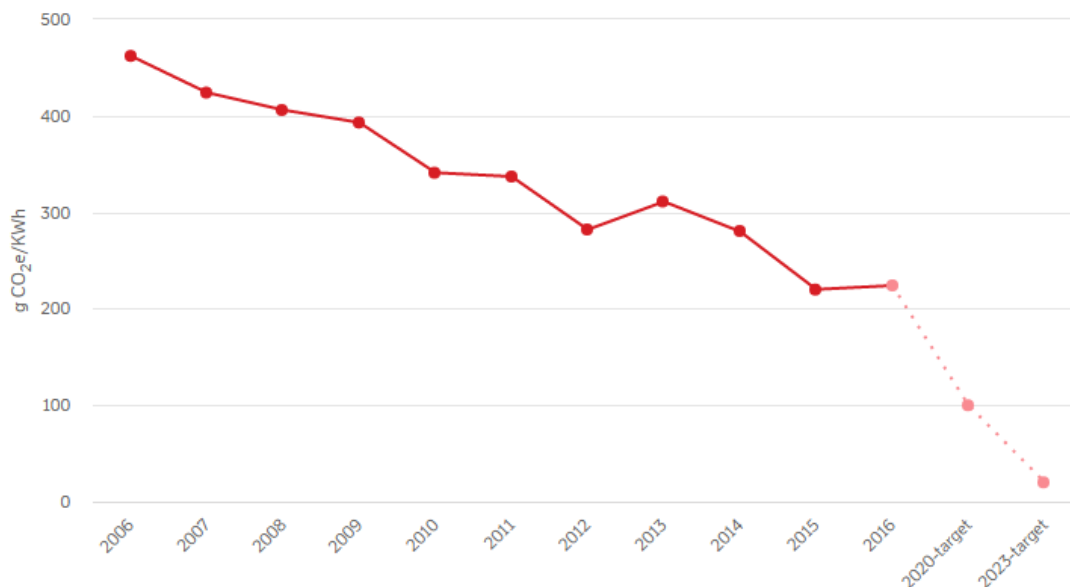
Graf 2: Vývoj podílu „zelené energie“ na produkci energie a tepla Dong Energy S/A (19)

Bližší pohled na proporciální změny ve využívání zdrojů nabízí následující graf. Invertovaný vztah vývoje křivek reprezentujících uhlí a biomasu odráží nahrazování uhlí biomasou a krom jiného vede k celkově čistší vyprodukované energii z pohledu produkce oxidu uhličitého.



Graf 3: Zdroje energie v produkci energie a tepla v rámci Dong Energy S/A (19)

Proporciálně vyšší využití obnovitelných zdrojů energie, kdy největší nárůst lze konstatovat v případě energie větrné díky rozsáhlým projektům větrných elektráren v pobřežních vodách Dánska, vede k celkově čistší energii vyprodukované z pohledu produkce oxidu uhličitého.



Graf 4: Emise CO₂ na kWh energie vyprodukované Dong Energy S/A (19)

Uvedené informace hovoří o zavázání se k plnění a samotném plnění environmentálně zodpovědné politiky společnosti Dong Energy. Dle slov CEO Henrika Poulsena dokonce ze všech velkých energetických společností v Evropě došla v tomto směru nejdále. **Z této perspektivy tedy lze uvažovat o zařazení společnosti do užšího výběru kandidátů pro zařazení do portfolia uvažovaného podílového fondu.**

Následující graf znázorňuje vývoj ceny akcie Dong Energy. Obchodují se až od června 2016, proto není k dispozici pohled na delší časový úsek. To znemožňuje vyvodit zásadní závěry, zatím lze konstatovat pouze mírný nárůst ceny akcie a nemalou volatilitu kurzu. Konstatovat naopak nelze žádný očividný podstatný problém, na základě kterého by nebylo možné dále uvažovat o rozšíření portfolia podílového fondu právě o tento titul. **Společnost má i významné postavení na trhu, jakožto globální lídr ve větrné energii pobřežních vod a nepřehlédnutelný subjekt v konverzi již existujících, na bázi uhlí a plynu fungujících, elektráren v elektrárny využívající biomasy, proto lze doporučit provedení analýzy poměrových ukazatelů a srovnání s dalšími společnostmi evropské energetiky.**



Graf 5: Vývoj ceny akcie Dong Energy S/A (17)

4.3 Enel S.p.A.

Tržní kapitalizace ve měně fondu: 48 068 mil. EUR (20)

Enel je italská akciová společnost založená již v roce 1962, následně privatizována roku 1999 v souvislosti s liberalizací italského energetického trhu. Dnes už realizuje projekty i mimo Evropu, od severní Ameriky přes latinskou Ameriku, Afriku, až po Asii. Největší příjmy však stále generuje v Itálii (21).

Portfolio elektráren společnosti je velmi různorodé, hydroelektrárnami počínaje, přes zařízení větrná, geotermální, termoelektrická, zařízení založená na práci s dalšími obnovitelnými zdroji energie, až po elektrárny jaderné. Environmentální politika společnosti je jasně daná. V souladu s evropskou energetickou strategií dekarbonizace vyprodukoval Enel v roce 2016 46% veškeré energie ze zdrojů s nulovými emisemi. Jen v proběhlém roce instaloval kapacity o produkci 2GW, přičemž specifické emise oxidu uhličitého se snížily o 3% (22). **Splňuje tak podmínku statutu fondu o příznivé environmentální politice. Vzhledem k velikosti společnosti a úspěchům minulých let nelze pochybovat také o splnění podmínky významného postavení na trhu.**



Graf 6: Vývoj ceny akcie Enel S.p.A (20)

Za posledních 5 let se hodnota akcie společnosti téměř zdvojnásobila. V rámci společností uvedených v této práci jsou výkyvy výkonnosti nepříliš výrazné. **I z tohoto pohledu je tedy možné doporučit Enel S.p.A. pro další analýzu.**

4.4 Vestas Wind Systems A/S

Tržní kapitalizace ve měně fondu: 127 035 mil. EUR (23)

Druhou dánskou společností tohoto výběru je Vestas Wind Systems. Subjekt s bohatou historií přešel přeměnou od kovářského obchodu konce 19. stol. Až po výrobce větrných turbín, kterým je od roku 1979. Oproti ostatním zmíněným společnostem se zabývá výhradně energií získanou z větru a jako jediná sama o sobě energii neprodukuje, nýbrž vyrábí, monitoruje a samozřejmě servisuje zařízení k produkci energie potřebná (24).

V masovém měřítku produkuje Vestas větrné turbíny od roku 1980. Po problémech technického rázu přichází s mnohými inovacemi, které vrcholí v 90. letech zásadní redukcí hmotností lopatek turbín a expanzí na světový trh z toho pramenící. V roce 1998 poprvé emituje veřejně obchodovatelné akcie a využívá nově nabytý kapitál ke zvýšení tempa růstu. V novém tisíciletí realizuje odvážné projekty např. v Číně a s opakovaně generovaným nemalým ziskem a schopností tvořit mnohá nová pracovní místa jde cestou

demonstrace přesvědčení managementu společnosti o oprávněnosti akceptace větrné energie jako mainstreamové (25). Vestas je opravdu jedinou energetickou společností globálního přesahu s činností omezenou exkluzivně na větrnou energii. **Jako taková splňuje podmínku společnosti s pozitivním environmentálním přístupem v rámci energetického průmyslu.** Krom toho jí instalovaná zařízení o kapacitě 83 GW tvoří 16% celosvětově instalované kapacity větrné energie (26). **To z ní dělá v tomto ohledu světového lídra; podmínka významného postavení na trhu je tedy splněna.**



Graf 7: Vývoj ceny akcie Vestas Wind Systems A/S (23)

Ze všech uvedených společností prokazuje Vestas jak nejvýraznější, tak nejstálější růst ceny akcie. Býčí trend je zřejmý. Nynější hodnota akcie je více než sedmákrát vyšší než na začátku roku 2012. Výraznější propady zaznamenala pouze v několikaměsíčním časovém horizontu v roce 2014, kdy hovoříme o poklesu o necelých 40%. Za dalšího cca půl roku se ovšem dostala zpět na svou úroveň před propadem. Druhý nejvýraznější zvrát trendu růstu, cca o 30%, nastal ve druhé polovině roku 2016. V loňském prosinci začala cena opět růst, dnes je výše než před jejím poklesem před necelým rokem. **Společnost Vestas Wind Systems lze doporučit pro další analýzu, jelikož z pohledu doposud zkoumaných kritérií fondu pro zařazení do jeho portfolia je vyhovující.**

5 ODVĚTVOVÁ (OBOROVÁ) ANALÝZA

Tato kapitola je zaměřena na shrnutí specifík energetického průmyslu v Evropské unii, kde analyzované společnosti sídlí a realizují podstatnou část svých příjmů. Odvětvová analýza je součástí fundamentální akciové analýzy, která je pro účely této práce omezena na analýzu odvětví energetiky a analýzu vybraných poměrových ukazatelů společností vybraných na základě kritérií definovaných ve statutu podílového fondu modelovaného pro účely práce.

5.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

První zkoumanou charakteristikou je citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Lze ho označit za neutrální odvětví. Cenová elasticita je nízká, potřeba energie je k zajištění chodu ekonomiky do značné míry fixní. Pro každodenní fungování domácností i všech ostatních subjektů je v současnosti zásobování energií nezbytné, proto nelze očekávat drastický propad poptávky spojené s ekonomickou recesí. To je pochopitelně pozitivním jevem z pohledu potenciálního investora, neboť s neutralitou se pojí nízké investorské riziko.

5.2 Tržní struktura odvětví

Tržní struktura odvětví je oligopolní, a to vzhledem k bariérám vstupu do odvětví. V tomto případě jsou hlavními překážkami:

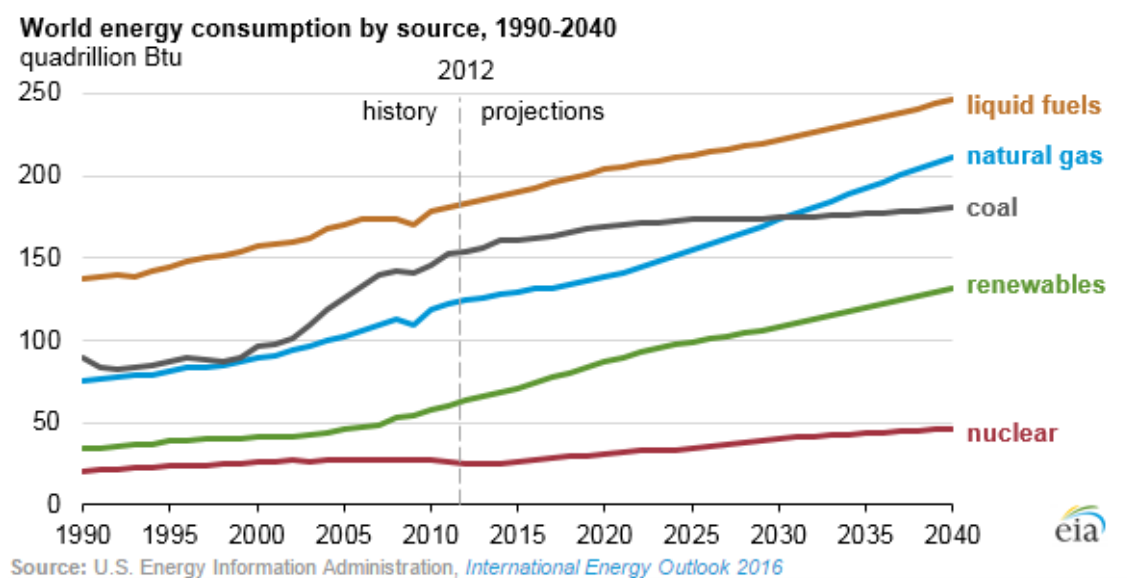
- kapitálová náročnost,
- přístup k distribučním kanálům,
- vládní politika.

Situace se však postupně mění s trendem získávání energie z obnovitelných zdrojů, tedy větrné, solární, geotermální nebo biopalivové podstaty. Kapitálová náročnost je obecně pro tyto zdroje nižší. Nutnost distribučních kanálů, potažmo přístupu k nim, je neměnná.

Specifikem je však rostoucí počet výrobců elektrické energie z obnovitelných zdrojů pro své vlastní účely; řeč je o domácnostech, obcích či podnicích.

5.3 Způsoby státní regulace v odvětví a perspektivy jeho budoucího vývoje

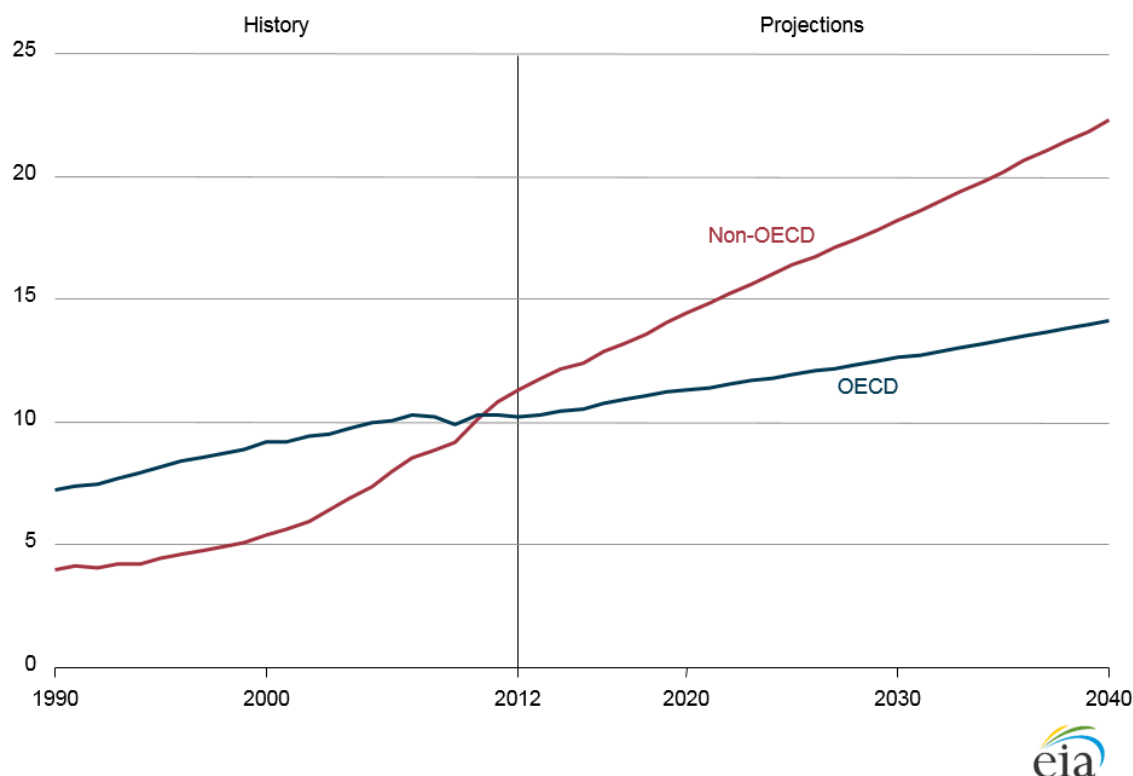
Dle prognózy U.S. Energy Information Administration z roku 2016, celosvětová spotřeba energie vzroste do roku 2040 o 48%.



Graf 8: Projekce vývoje světové spotřeby energie (26)

Další data EIA nabízí bližší pohled na spotřebu energie, a to z hlediska členství v Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD.

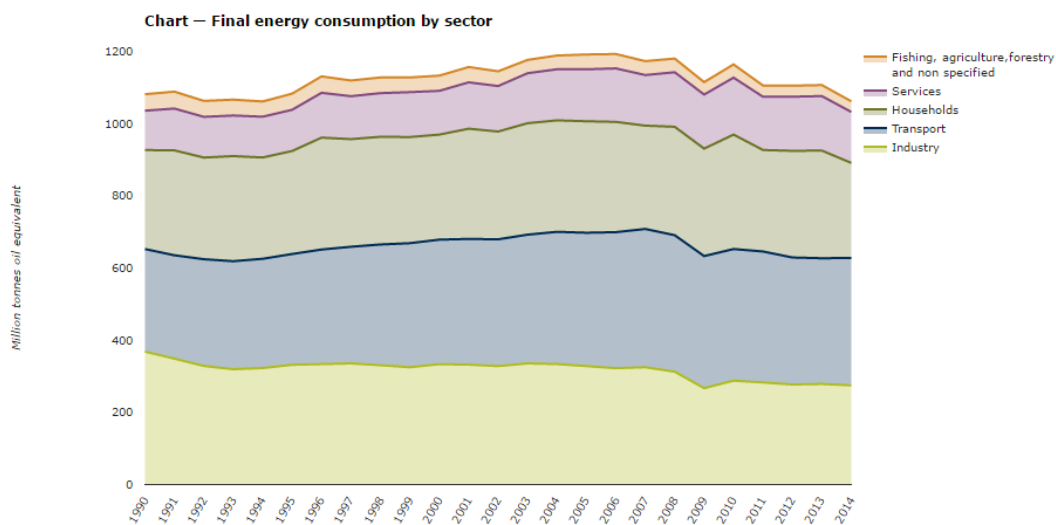
Figure 5-1. OECD and non-OECD net electricity generation, 1990–2040
trillion kilowatthours



Graf 9: Projekce spotřeby energie z hlediska členství v OECD (27)

Z grafu je patrné, že spotřeba energie nečlenských zemí OECD již převýšila spotřebu členských zemí a rozdíl se má zvyšovat. Většina zemí EU je zároveň členem OECD, proto není důvod předpokládat drastický růst spotřeby energie v EU.

Toto tvrzení podporují i další data. Z následujícího grafu vyplývá dokonce obrácení trendu růstu spotřeby v EU-28 od roku 2005. Mezi lety 2005 a 2014 klesla celková spotřeba energie o 11%; nejvíce v zemědělství, službách a domácnostech (29).



Graf 10: Vývoj celkové spotřeby energie v EU dle sektoru (28)

Situace v oboru energetiky je tedy v EU velmi specifická. Plyne to z přístupu jednotlivců spočívajícím v šetrném životním stylu, který se postupně rozmáhá, a z energetické strategie EU. Jde zejména o:

- 2020 Energy Strategy (redukce emisí skleníkových plynů o 20% oproti stavu roku 1990, dosažení 10% podílu energie z obnovitelných zdrojů v sektoru dopravy, růst investic s cílem stavby energeticky efektivnějších budov atp.),
- 2030 Energy Strategy (redukce emisí skleníkových plynů o 40% oproti stavu roku 1990, alespoň 27% podíl obnovitelných zdrojů energie na její produkci 27% úspora energií vůči nynějšímu přístupu),
- 2050 Energy Strategy (redukce emisí skleníkových plynů o 80 – 95% oproti stavu roku 1990, nejen z důvodů boje proti změně klimatu, ale i předpokladu rentability dekarbonizace energetického systému),
- Energy Union (energetická unie fungující na principu hranicemi členských států neomezeného proudění energie, a to za účelem zajištění energie bezpečné, cenově dostupné a konkurenceschopné, ke klimatu šetrné) (29).

Z výše uvedeného tedy lze předpokládat především strukturální změny v oboru energetiky, nesoucí se ve znamení zvyšování podílu obnovitelných zdrojů energie na její celkové produkci a růst atraktivity společností s environmentálně orientovanou politikou.

6 ANALÝZA VYBRANÝCH POMĚROVÝCH UKAZATELŮ VYBRANÝCH AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ

Cílem této kapitoly je provedení výpočtů hodnot analýzy poměrových ukazatelů u čtyř vybraných zahraničních akciových společností energetického za roky 2014 až 2016 a vlastní interpretace zjištěných výsledků. Důvodem je možnost vyjádření ke kritériu zařazení společností do portfolia modelového podílového fondu, o kterém nebylo pojednáno v kapitole 4.

6.1 Volba poměrových ukazatelů

Pro každou společnost zvlášť bude uvedena tabulka s výchozími účetními údaji získanými až na výjimky z finančních výkazů, jakožto součásti výročních zpráv společnosti, a tabulka s hodnotami samotných poměrových ukazatelů. Těmi jsou:

- ROA,
- ROE,
- Zadluženost vlastního kapitálu,
- Obrat celkových aktiv,
- Price/Earnings Ratio.

ROA a ROE byly zvoleny jakožto dva nejběžněji používané ukazatele rentability. ROA je obecně považován za fundament mezi všemi ukazateli finanční analýzy, není proto na místě ho opomenout. Vzhledem k tomu, že v práci analyzované společnosti jsou všechny velké subjekty s akciemi obchodovanými na burzách, je nanejvýš vhodné zjistit i hodnoty ROE. Uvádí totiž rentabilitu kapitálu vloženého do společnosti jejími vlastníky, akcionáři, společníky, a investoři tak posuzují dosaženou míru rentability s ohledem na výnosnost jiných forem investic.

Ukazatele zadluženosti, jakožto měřítko stability podniku, reprezentuje ve výběru **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu**. Odráží totiž možnosti dalšího financování společnosti cizími zdroji.

Vzhledem k pro tyto účely sekundárnímu významu ukazatelů aktivity bylo zvoleno použití ukazatele **obratu celkových aktiv**, protože je nejkomplexnějším ukazatelem této skupiny.

Price/Earnings Ratio je ukazatel investory velmi sledovaný, proto ho nelze ve výběru opomenout.

Vzhledem k využití **ukazatelů likvidity** především při zvažování investic krátkodobého charakteru nebyly ukazatele pro tyto účely využity. Zařazení akciové společnosti do portfolia podílového fondu, potažmo investice samotných investorů do podílových listů daného fondu, je investice dlouhodobá. V tomto konkrétním případě se doporučuje investice na 8 let a více.

6.2 Albioma SA

Výchozí hodnoty potřebné pro výpočet vybraných poměrových ukazatelů pro danou společnost jsou uvedené v milionech Euro:

	2014	2015	2016
EAT	38	30,2	33
Vlastní kapitál	395	409	438
Cizí zdroje	756	789	891
Tržby	354	349,6	367,8
Aktiva	1151	1198	1329

Tabulka 3: Účetní údaje společnosti Albioma SA pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 30, 31)

Následuje tabulka s hodnotami samotných poměrových ukazatelů:

	2014	2015	2016
ROA	0,033	0,02521	0,02483
ROE	0,0962	0,07384	0,07534
Zadluženost VK	1,9139	1,9291	2,03425
Obrat celkových aktiv	0,3076	0,29182	0,27675
P/E	16,33	14,95	16,05

Tabulka 4: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Albioma SA pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 30, 31)

Rentabilita celkových aktiv a vlastního kapitálu v případě této společnosti ve tříletém časovém horizontu poklesla, přičemž její celková hodnota nedosahuje obvyklých standardů praxe úspěšných firem, za což lze považovat 8% a více. Společnost by se tedy měla zaměřit na zvýšení zisku (zvýšení tržeb) případně redukci aktiv, respektive vlastního kapitálu.

Byla upozorována vysoká zadluženost vlastního kapitálu, přičemž v roce 2016 dokonce dosáhla hodnoty 2,03. Vrcholový management by tak měl dle názoru autora práce zvážit strukturu kapitálu společnosti, neboť vkládá příliš velké prostředky do cizího kapitálu, čímž značně zvyšuje riziko svého podnikání.

Obrat celkových aktiv je dlouhodobě na velice nízké úrovni. Rejnuš doporučuje hodnoty v rozmezí 1,6 – 2,9. Je tak vhodné prověřit, zda je možné redukovat vložený majetek, speciálně zaměřit se na určité položky aktiv, především krátkodobých.

Ukazatel P/E se ve sledovaném období téměř nezměnil, přičemž pro jeho uvedení posloužilo webové sídlo Bloomerg.com, protože z dostupných materiálů společnosti Albioma nebylo možné zjistit cenu za akcii v jednotlivých letech pro provedení vlastního výpočtu. Tyto stabilní hodnoty se pohybují kolem čísla 15, což může svědčit o velké perspektivnosti akcie. Ta je tak z pohledu správce podílového fondu atraktivní.

6.3 Dong Energy S/A

Stejně jako v předchozí podkapitole, na úvod jsou prezentovány výchozí hodnoty pro výpočet poměrových ukazatelů, v tomto případě v milionech dánských korun:

	2014	2015	2016
EAT	5,284	12,084	13,213
Vlastní kapitál	61,533	51,736	57,5
Cizí zdroje	88,381	95,721	79,989
Tržby	61,28	65,444	61,201
Aktiva	149,914	147,457	136,489

Tabulka 5: Účetní údaje společnosti Dong Energy S/A pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 32)

Další tabulka uvádí hodnoty poměrových ukazatelů:

	2014	2015	2016
ROA	0,0352	0,08195	0,09681
ROE	0,0859	0,23357	0,22979
Zadluženost VK	1,4363	1,85018	1,37372
Obrat celkových aktiv	0,4088	0,44382	0,4484
P/E	x	x	20,73

Tabulka 6: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Dong Energy S/A pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 32)

Podnikatelský subjekt Dong Energy vykázal v rámci rentability zejména v roce 2015 a 2016 velice slušných výsledků. V roce 2016 zde přinesla každá dánská koruna vložená do celkových aktiv čistý zisk ve výši 0,097 dánských korun a každá dánská koruna

vložená do vlastního kapitálu zisk 0,23 dánských korun (neboli 9,7 % respektive 23 % vyjádřeno v procentech).

Společnost rovněž vykazuje poměrně vysokou zadluženost, která však byla v rámci tříletého horizontu o několik bodů snížena. Tento ukazatel lze však hodnotit smírněji vlivem vyšší rentability.

Totéž platí pro obrat celkových aktiv, kdy Dong Energy nedosahuje doporučených hodnot. Opět tak lze použít doporučení, jako v předchozím případě – zkontrolovat možnou redukci vloženého majetku.

Poměr P/E se podařilo zjistit pouze za rok 2016, což znemožňuje provedení meziročního srovnání. Ten je vyšší než všeobecně doporučované hodnoty, vzhledem k nebývale nízké tržní úrokové míře v uplynulém roce je jeho hodnota přípustná, až žádoucí. V závěrečných účetních zprávách analyzované společnosti nebylo možné dohledat výši ceny za akcie za roky 2015 a 2014, které je třeba využít při výpočtu poměru P/E, neboť akcie DONG Energy byly uvedeny na burzu v Kodani až v červnu v roce 2016 (34).

6.4 Enel S.p.A.

Dle vzoru předchozích podkapitol jsou na úvod této předloženy dvě tabulky. První je v jednotkách milionů Euro:

	2014	2015	2016
EAT	0,772	3,372	3,787
Vlastní kapitál	51,145	51,751	52,575
Cizí zdroje	115,489	109,428	103,021
Tržby	75,791	75,658	70,592
Aktiva	166,634	161,179	155,596

Tabulka 7: Účetní údaje společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 34, 35)

	2014	2015	2016
ROA	0,0046	0,02092	0,02434
ROE	0,0151	0,06516	0,07203
Zadluženost VK	2,2581	2,11451	1,9591
Obrat celkových aktiv	0,4548	0,4694	0,45369
P/E	75	79,2	17,48

Tabulka 8: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 34, 35)

Z pohledu na hodnoty ukazatelů rentability společnosti Enel lze konstatovat, že v čase rostou, což je z pohledu managementu pozitivní. Avšak dosažené hodnoty ROA (v roce 2015 2,43 %), i ROE (v roce 2016 7,2 %) se stále jeví jako nízké, proto by se analyzovaný subjekt měl v budoucnu zaměřit na jejich zlepšení. Obecně známými metodami jsou navýšení tržeb, snížení nákladů či rozšíření zákaznické klientely.

Zadluženost VK společnosti meziročně klesala. Z pohledu autora práce se však stále jedná o vysoké číslo. Je evidentní, že je preferován cizí kapitál před vlastním z důvodu efektu finanční páky, to však může být v budoucnu problém kvůli případné neschopnosti splácet své závazky, či horšímu přístupu k dalšímu cizímu kapitálu vlivem vyšší rizikovosti pro investory. Navíc by podle Rejnuše tato hodnota neměla přesáhnout 0,7. Pro lepší interpretaci ukazatelů zadluženosti by však bylo třeba zjistit životní fázi podniku, neboť pro období růstu lze zpravidla využívat více kapitál cizí než vlastní.

Ukazatel obratu celkových aktiv se pohyboval v rozmezí 0,45 – 0,47, přičemž lze doporučit obdobný postup jako u společnosti Albioma.

Zajímavou skutečností ve sledovaném období byly vykázané hodnoty ukazatele P/E. Mimo jiné lze pozorovat, že v roce 2016 byla hodnota P/E mnohonásobně nižší než v předchozích dvou letech. Mohlo zde dojít ke zkreslujícímu jevu v podobě jednorázových obchodních či finančních operací analyzovaného podniku.

6.5 Vestas Wind Systems A/S

Hodnoty v následující tabulce jsou v milionech dánských korun:

	2014	2015	2016
EAT	0,392	0,685	0,965
Vlastní kapitál	2,379	2,899	3,19
Cizí zdroje	4,445	5,286	7,958
Tržby	6,91	8,423	10,237
Aktiva	6,824	8,185	11,148

Tabulka 9: Účetní údaje společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 36, 37)

Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů jsou pro Vestas Wind Systems uvedeny v tabulce níže:

	2014	2015	2016
ROA	0,0574	0,08369	0,08656
ROE	0,1648	0,23629	0,30251
Zadluženost VK	1,8684	1,82339	2,49467
Obrat celkových aktiv	1,0126	1,0298	0,91828
P/E	17,2	21,2	14

Tabulka 10: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 36, 37)

O společnosti Vestas lze prohlásit, že dosahuje nejlepších výsledků rentability ve srovnání se všemi ostatními analyzovanými subjekty. Rentabilita meziročně rostla,

přičemž v roce 2016 dosáhla vynikajících hodnot (ROA 8,66 % a ROE 30,2 %). Podnikatelská činnost této organizace je tedy velice profitová.

Opět je však třeba zmínit skutečnost vysokého zadlužení vlastního kapitálu. Tím pádem zde existuje riziko v podobě nemožnosti žádat o další bankovní úvěry či riziko ve formě potenciálního ovládnutí společnosti Vestas držiteli jejího cizího kapitálu. Tento ukazatel je významný rovněž pro akcionáře, neboť by mohli přijít o své vložené prostředky v případě likvidace podniku. Ostatní ukazatele a fakta společnosti se týkající takto černému scénáři ale nenasvědčují.

Vestas dosáhla nejlepšího výsledku rovněž v případě ukazatele obratu celkových aktiv, což koresponduje s její vysokou rentabilitou.

Pro zjištění poměru P/E nebylo nutné využít vlastního výpočtu, neboť společnost sama uvedla jeho hodnoty ve své výroční zprávě. Ve sledovaném období pak podle těchto údajů došlo k jeho poklesu o několik jednotek Euro, což by mohlo do určité míry ospravedlnit pokles zájmu potenciálních investorů.

6.6 Závěry analýzy poměrových ukazatelů

Kvalitativní stanovení vnitřní hodnoty akcie vychází z úsudku autora práce. Tomu se jeví jako nejatraktivnější a potenciálně podhodnocené tituly Vestas Wind Systems A/S a Dong Energy S/A. Nejlepších výsledků dosahují zejména z pohledu rentability, které autor práce přikládá zvláštní důležitost. I z dalších hledisek, zpracovaných v předchozí kapitole, se jedná o akciové tituly vhodné pro zařazení do portfolia modelového podílového fondu Evropský fond energetiky, který spravuje společnost XY Investments. Jsou to společnosti s prokazatelně pozitivním environmentálním vlivem na vývoj odvětví a s významným postavením na trhu. Vývoj hodnoty akcie Vestas Wind Systems lze také ze všech vybraných společností hodnotit nejlépe.

Je vhodné srovnání společností nějakým způsobem kvantifikovat. K tomuto účelu poslouží komparace metodou mezipodnikového srovnávání, konkrétně metodou váženého součtu pořadí.

7 KOMPARACE SPOLEČNOSTÍ METODOU MEZIPODNIKOVÉHO SROVNÁVÁNÍ

Poměrové ukazatele finanční analýzy prezentované v předchozí kapitole jsou dále využity pro srovnání analyzovaných společností metodou váženého součtu pořadí. Volba metody vychází z potřeby autora práce přiřadit daným ukazatelům různou důležitost – různou váhu a z její výhodnosti spočívající v jednoduchosti provedení.

7.1 Volba váhy a charakteru ukazatelů

Shodná a zároveň nejvyšší váha je přiřazena ukazatelům rentability, tedy **ROA a ROE**. Následuje **Price/Earnings Ratio** a shodně nejnižší váhu autor přikládá ukazatelům **zadluženosti vlastního kapitálu a obratu celkových aktiv**. Volba vah vychází z teoretických východisek a z konkrétních potřeb formulovaných v předchozí kapitole. Zobrazuje ji následující tabulka:

Ukazatel	Přiřazená váha	Charakter
ROA	3	[+1]
ROE	3	[+1]
Zadluženost VK	1	[-1]
Obrat celkových aktiv	1	[+1]
P/E	2	[+1]

Tabulka 11: Váha a charakter vybraných poměrových ukazatelů (Vlastní zpracování)

7.2 Komparace společností metodou váženého součtu pořadí

Hodnoty poměrových ukazatelů z předchozí kapitoly a váhy a charaktery ukazatelů z první podkapitoly této části práce jsou dosazeny do následující matice:

Akciová společnost	ROA	ROE	Zadluženost VK	Obrat celkových aktiv	P/E	Součet	Pořadí
Albioma	7,449	22,602	2,034	0,277	32,1	64,462	4.
Dong Energy	29,043	68,937	1,374	0,448	41,46	141,262	2.
Enel	7,302	21,609	1,9591	0,45369	34,96	66,28379	3.
Vestas Wind Systems	25,968	90,753	2,495	0,918	28	148,134	1.
Váhy ukazatelů	3	3	1	1	2	3 + 3 + 1 + 1 + 2 = 10	
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	[-1]	[+1]	[+1]		

Tabulka 12: Srovnání společností metodou váženého součtu pořadí (Vlastní zpracování dle 1, s. 293 – 294)

Výsledné pořadí akciových společností je následující:

1. Vestas Wind Systems A/S
2. Dong Energy S/A
3. Enel S.p.A.
4. Albioma SA

Z matice je patrné, že dánské společnosti vyšly ze srovnání nejlépe. První se umístil akciový titul Vestas Wind Systems. Následoval titul Dong Energy s podobným výsledkem. Zaostávají pak dvě zbývající společnosti, Albioma a Enel.

8 VERIFIKACE BONITNÍM MODELEM

Dvě akciové společnosti s nejlepším výsledkem v mezipodnikovém srovnání mohou být zváženy jako nové tituly investičního portfolia modelového podílového fondu. Vzhledem k tomu, že investiční doporučení vychází mimojiné ze stanovení vnitřní hodnoty akcie, které je v tomto případě kvalitativní, a úsudky různých autorů se tak mohou lišit, bonita společností, jenž vzešly nejlépe z mezipodnikového srovnání, je nejprve verifikována vybraným bonitním modelem, kterým je index bonity.

8.1 Vestas Wind Systems A/S

Ukazatel	2014	2015	2016
x_1	0,125	0,247	0,295
x_2	1,535	1,548	1,401
x_3	0,075	0,108	0,13
x_4	0,076	0,11	0,126
x_5	0,218	0,225	0,194
x_6	0,988	0,981	1,192
Index bonity	1,6045	2,28994	2,66198

Tabulka 13: Výpočet indexu bonity Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 36, 37)

Z tabulky je možné vyčíst, že finanční situace společnosti je v roce 2014 dobrá, v letech 2015 a 2016 velmi dobrá. Společnost lze prohlásit za bonitní, neboť hodnoty indexu bonity jsou větší než 1. Trend indexu bonity je roustoucí.

8.2 Dong Energy S/A

Ukazatel	2014	2015	2016
x_1	0,124	0,033	0,061
x_2	1,696	1,54	1,706
x_3	0,015	0,003	0,105
x_4	0,036	0,008	0,235
x_5	0,048	0,055	0,056
x_6	0,409	0,444	0,448
Index bonity	0,70698	0,3036	2,51458

Tabulka 14: Výpočet indexu bonity Dong Energy S/A pro roky 2014 – 2016 (Vlastní zpracování dle 32)

Z tabulky je patrné, že v letech 2014 a 2015 nedosahoval index bonity žádoucích hodnot. Výše indexu v intervalu (0;1) hovoří o určitých finančních problémech společnosti. Naproti tomu lze prohlásit finanční situaci dle tohoto modelu v roce 2016 za velmi dobrou.

9 NÁVRH INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ

Jako výstup kvalitativního zhodnocení plnění kritérií pro zařazení akciových titulů do investičního portfolia oborového podílového fondu a metody mezipodnikového srovnávání je v této kapitole prezentováno investiční doporučení pro správce podílového fondu.

9.1 Vestas Wind Systems A/S

Návrh investičního doporučení vychází především z míry, do které akciová společnost plní kritéria pro zařazení akciového titulu do investičního portfolia podílového fondu. Ta jsou uvedena v jeho statutu.

Z analýzy vybraných poměrových ukazatelů vzešla společnost Vestas Wind Systems nejlépe ze všech. Toto tvrzení vychází jak z úsudku autora práce, tak z výsledku metody váženého součtu pořadí, proto lze investici do těchto akcií doporučit. Primární příčinou jsou vynikající výsledky ukazatelů rentability. Podnikatelská činnost společnosti je tak velmi profitová. Vestas Wind Systems především velmi dobře zhodnocuje kapitál vložený akcionáři, z hlediska času dokonce čím dál lépe. Jakkoliv hodnoty ukazatele ROE podléhají běžnému jevu rozdílnosti v jednotlivých obdobích, ve všech analyzovaných letech dosahují nadstandardní výše. Další důležitý a investory velmi sledovaný ukazatel P/E dosahuje hodnot pohybujících se v blízkosti horní doporučené hranice, typických pro velmi perspektivní a atraktivní akcie.

Vestas Wind systems je světový lídr, co se kapacity instalovaných zařízení pro výrobu energie z větru týče. V dohledné době nelze očekávat pokles zájmu o realizaci projektů tímto subjektem, mimo jiné proto, že vstupuje na nové velké trhy, jakým je Čína. Pohled na historický vývoj ceny akcie Vestas Wind Systems také svědčí o kvalitě této růstové akcie. Svojí činností společnost pomáhá v upevnění trendu získávání energie z obnovitelných zdrojů, což je důležitým faktem pro správce modelového podílového fondu, jehož postoj je v souladu s výstupy odvětvové analýzy v rámci této práce.

Verifikace vhodnosti investice do tohoto akciového titulu byla provedena bonitním modelem. Hodnota indexu bonity hovoří o velmi dobré současné finanční situaci. **Celkově tedy autor práce doporučuje investici do akcií Vestas Wind Systems A/S.**

9.2 Dong Energy S/A

Alternativou k Vestas Wind Systems A/S, energetické společnosti v rámci výběru specifické tím, že nejde o výrobce energie, je Dong Energy S/A. Ta tím reprezentuje zbylé tři společnosti, které se z velké části zabývají samotnou produkcí energie.

I Dong Energy dosáhla výborných výsledků v rámci analýzy ukazatelů rentability. Optimistický pohled autora práce na tento akciový titul narušuje výše hodnot ukazatele obratu celkových aktiv za roky 2014 – 2016. Tu lze považovat za nedostatečnou a konstatovat, že společnost není velmi efektivní ve využívání veškerých svých aktiv ke tvorbě zisku. Krom toho nelze příliš usuzovat z výsledků ukazatele P/E. Byť hodnoty za rok 2016 jsou vzhledem k odvětví uspokojivé, jsou první, které bylo lze uvést. Akcie Dong Energy byly totiž uvedeny na burzu v Kodani až v červnu roku 2016. Délka časového úseku, za který lze sledovat i vývoj ceny akcie společnosti, tak není reprezentativní.

Dong Energy se velmi dobře daří zvyšování podílu obnovitelných zdrojů energie na celkovém jejím objemu a s tím související snižování emisí skleníkových plynů. Z tohoto hlediska je tedy vhodným titulem k rozšíření investičního portfolia modelového podílového fondu. Jakožto globální lídr ve větrné energii získané ze zařízení instalovaných v pobřežních vodách má významnou pozici na trhu, čímž splňuje další sledované kritérium.

Výpočet indexu bonity pro roky 2014 – 2016 nabídl zajímavý pohled na změnu finanční situace společnosti z takové, která indikovala určité problémy, na situaci velmi dobrou. Historicky jde změnu spojit s uvedením akcií Dong Energy na burzu a lepším financováním z toho plynoucím. **Celkově lze investice do akcií Dong Energy doporučit jako druhou nejlepší alternativu v rámci této práce.**

9.3 Albioma SA, Enel S.p.A.

Obě tyto společnosti jsou sice významnými subjekty na trhu a mají z hlediska statutu uvažovaného fondu příznivou environmentální politiku, výsledky analýzy vybraných poměrových ukazatelů ale nejsou uspokojivé. Největším nedostatkem jsou nízké hodnoty ukazatelů rentability, kterým autor práce přikládá velkou důležitost. Obzvlášť výrazné se problémy jeví v porovnání s Vestas Wind Systems a s Dong Energy. Ani další ukazatele pak nesvědčí o vhodnosti investice do těchto titulů. Jediné, v čem vidí autor práce výhodu z hlediska investice daným podílovým fondem oproti zmíněným dánským společnostem, je hledisko měnového rizika investice, neboť měna, v nichž se obchodují jejich akcie, je Euro. V mezipodnikovém srovnání obsadily Albioma a Enel třetí a čtvrtou pozici, čímž potvrdily dojem z analýzy poměrových ukazatelů. Nebyly pak logicky podrobeny výpočtu indexu bonity, který v práci slouží pro verifikaci atraktivity akciových společností pro potenciální investici. **Autor práce nedoporučuje správci modelového podílového fondu rozšíření investičního portfolia o tyto tituly.**

ZÁVĚR

Cílem této bakalářské práce bylo navrhnout investiční doporučení pro správce podílového fondu k rozšíření portfolia oborového podílového fondu, s využitím principů fundamentální akciové analýzy. K tomu bylo potřeba formulovat charakteristiky uvažovaného podílového fondu. Byl tak vymodelován fiktivní podílový fond, prostřednictvím kterého lze investovat do akcií energetického průmyslu v Evropské unii. Na základě kritérií definovaných v jeho statutu byly vybrány čtyři akciové společnosti a následně podrobeny další analýze. Jedná se o Albioma SA, Dong Energy S/A, Enel S.p.A., Vestas Wind Systems A/S.

Vzhledem k žádoucímu rozsahu práce byla fundamentální analýza omezena na analýzu odvětvovou, neboli oborovou, a finanční analýzu. Ta byla založena na výpočtu na základě úsudku autora vybraných poměrových ukazatelů. Úsudek vycházel především z povahy zamýšlené investice, tudíž vybrané ukazatele by měly být užitečné pro investory zvažující dlouhodobou investici. K získání informací nezbytných pro provedení vlastních výpočtů bylo využito především veřejně dostupných výročních zpráv akciových společností, a to za roky 2014 – 2016. Výsledné hodnoty poměrových ukazatelů byly využity pro srovnání společností matematicko-statistickou metodou mezipodnikového srovnávání. Tou byla metoda váženého součtu pořadí, jejíž výhoda spočívá v jednoduchém provedení a možnosti přiřazení různých vah jednotlivým poměrovým ukazatelům.

V této fázi práce již bylo teoreticky možné sestavit návrh investičního doporučení. Dvě nejlepší společnosti byly ovšem ještě podrobeny verifikaci jejich finanční situace. Ta proběhla pomocí bonitního modelu na základě výpočtu indexu bonity jednotlivých společností pro tři po sobě jdoucí roky 2014 – 2016. Výsledné doporučení je tedy vyjádřeno kvalitativně, se základem v problematice analýzy poměrových ukazatelů, matematicko-statistickým modelem mezipodnikového srovnávání a kvantitativním hodnocením společností hodnotícím koeficientem bonitního modelu.

Autor práce doporučuje rozšíření investičního portfolia modelového podílového fondu o akcie Vestas Wind Systems A/S a Dong Energy S/A.

První jmenovaný titul dosáhl nejlepších výsledků v mezipodnikovém srovnání i v testu bonitním modelem. Není důvod v dohledné budoucnosti očekávat zvrácení býčího trendu akcií této společnosti, která vstupuje na nové velké trhy a funguje v souladu s energetickou strategií Evropské unie, kde realizuje většinu svých zisků.

Dong Energy S/A je z pohledu autora práce druhou nejvhodnější alternativou investice. Její akcie jsou na burze obchodovány teprve od června minulého roku, bude tak zajímavé sledovat jejich vývoj v budoucnu. Jde o perspektivní společnost využívající mnohých inovací, zavazující se k environmentálně zodpovědné politice.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy: učebnice s programem na generování cvičných testů*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, Partners, 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.
- (2) POLÁCH, Jiří. *Reálné a finanční investice*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice ekonomie, 263 s. ISBN 978-80-7400-436-0.
- (3) JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. Finanční trhy a instituce, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- (4) VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 780 s. ISBN 978-80-7357-647-9.
- (5) CIPRA, Tomáš. *Matematika cenných papírů*. Praha: Professional Publishing, 2013, 288 s. ISBN 978-80-7431-079-9.
- (6) LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-864-1963-0.
- (7) zákon č. 240/2013 Sb., zákon o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: CODEXIS ACADEMIA [právní informační systém]. ATLAS consulting spol. s.r.o. [cit. 25. 5. 2017].
- (8) MISHKIN, Frederic S. *The economics of money, banking and financial markets*. 5th ed. Reading: Addison-Wesley, 1998. ISBN 0-321-01440-5.
- (9) FOREX - jak zbohatnout a nekrást: obchodování na měnových trzích. Praha: Grada, 2011. Finanční trhy a instituce, 192 s. ISBN 978-80-247-3739-3.
- (10) VESELÁ a Martin OLIVA. *Technická analýza na akciových, měnových a komoditních trzích*. Praha: Ekopress, 2015, 248 s. ISBN 978-80-87865-22-4.
- (11) GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce, 176 s. ISBN 80-247-1205-9.

- (12) HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. vydání. Praha: CH Beck - Beckovy ekonomické učebnice, 2002, 714 s. ISBN 80-7179-681-6.
- (13) SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, 2007. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-80-251-1830-6.
- (14) ABIO:FP. *Bloomberg Markets* [online]. New York: Bloomberg, ©2017 [cit. 2017-05-31]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/quote/ABIO:FP>.
- (15) Who Are We. *Albioma* [online]. Paris: Albioma, 2016 [cit. 2017-05-31]. Dostupné z: <http://www.albioma.com/en/who-are-we/>.
- (16) Our History. *Albioma* [online]. Paris: Albioma, 2016 [cit. 2017-05-31]. Dostupné z: <http://www.albioma.com/en/our-history/>.
- (17) DENERG:DC. *Bloomberg Markets* [online]. New York: Bloomberg, ©2017 [cit. 2017-05-31]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/quote/DENERG:DC>.
- (18) Danish Energy Agency: Energy Strategy 2050 – 100% renewable energy scenarios. *Energy Plan* [online]. Aalborg: Department Of Development and Planning, 2015 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <http://www.energyplan.eu/danish-energy-agency-energy-strategy-2050-100-renewable-energy-scenarios/>.
- (19) Our green transformation in figures. *Dong Energy* [online]. Fredericia: Dong Energy A/S, 2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <http://www.dongenergy.com/en/sustainability/our-green-transformation-in-figures>.
- (20) ENEL:IM. *Bloomberg Markets* [online]. New York: Bloomberg, ©2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/quote/ENEL:IM>.
- (21) ENEL, © 2017. Annual Report 2016. *Enel.com* [online]. [cit. 2017-05-20]. Dostupné z: <https://www.enel.com/content/dam/enel-com/governance_pdf/reports/annual-financial-report/2016/Annual_Report_2016.pdf>.

- (22) Who We Are. *Enel* [online]. Rome: Enel SpA, ©2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.enel.com/en/aboutus/a201608-who-we-are.html>.
- (23) VWS:DC. *Bloomberg Markets* [online]. New York: Bloomberg, ©2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/quote/VWS:DC>.
- (24) *Vestas* [online]. København: Vestas Wind Systems A/S, ©2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.vestas.com/#!>.
- (25) Company Profile. *Vestas* [online]. København: Vestas Wind Systems A/S, ©2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.vestas.com/en/about/profile#!history>.
- (26) Today in Energy. *U.S. Energy Information Administration* [online]. Washington DC: U.S. Department of Energy, 2016 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=26212>.
- (27) INTERNATIONAL ENERGY OUTLOOK 2016. *U.S. Energy Information Administration* [online]. Washington DC: U.S. Department of Energy, 2016 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.eia.gov/outlooks/ieo/world.cfm>.
- (28) Final energy consumption by sector and fuel. *European Environment Agency* [online]. København: European Environment Agency, 2016 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://www.eea.europa.eu/data-and-maps/indicators/final-energy-consumption-by-sector-9/assessment-1>.
- (29) Energy Strategy and Energy Union. *European Commission* [online]. Brussels: European Commission, 2017 [cit. 2017-06-01]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/energy/en/topics/energy-strategy-and-energy-union>.
- (30) ALBIOMA, © 2017. Presentation of annual results for the 2016 financial year (pdf) *Albioma.com* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: http://www.albioma.com/wp-content/uploads/2017/03/albioma_presentation_20170301_eng.pdf.

- (31) ALBIOMA, © 2016. Presentation of annual results for the 2015 financial year (pdf) *Albioma.com* [online].
[cit. 2017-05-23]. Dostupné z: <http://www.albioma.com/wp-content/uploads/2016/03/albioma_presentation_20160302_eng.pdf>.
- (32) DONGENERGY, © 2017. Annual report 2016. *Dongenergy.com* [online].
[cit. 2017-05-22]. Dostupné z: <http://assets.dongenergy.com/DONGEnergyDocuments/com/Investor/Annual_Report/2016/dong_energy_annual_report_en.pdf>.
- (33) DONGENERGY, © 2016. Annual report 2015. *Dongenergy.com* [online].
[cit. 2017-05-22]. Dostupné z: <http://assets.dongenergy.com/DONGEnergyDocuments/com/Investor/Annual_Report/2015/dong_energy_annual_report_en.pdf>.
- (34) ENEL, © 2017. Annual Report 2016. *Enel.com* [online].
[cit. 2017-05-20]. Dostupné z: <https://www.enel.com/content/dam/enel-com/governance_pdf/reports/annual-financial-report/2016/Annual_Report_2016.pdf>.
- (35) ENEL, © 2016. Annual Report 2015. *Enel.com* [online].
[cit. 2017-05-20]. Dostupné z: <https://www.enel.com/content/dam/enel-com/governance_pdf/reports/annual-financial-report/2015/Annual_Report_2015.pdf>.
- (36) VESTAS, © 2017. Annual report 2016. *Vestas.com* [online].
[cit. 2017-05-25]. Dostupné z: <https://www.vestas.com/~media/vestas/investor/investor%20pdf/financial%20reports/2016/fy/170208_03_annualreport2016_uk.pdf>.
- (37) VESTAS, © 2016. Annual report 2015. *Vestas.com* [online].
[cit. 2017-05-25]. Dostupné z: <https://www.vestas.com/~media/vestas/investor/investor%20pdf/financial%20reports/2015/fy/160209_ca_uk_annual%20report%202015.pdf>.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

ČNB	Česká národní banka
ROA	Return on Assets
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
ROE	Return on ekvity
EPS	Earnings per Share
P/E	Price Earnings Ratio
SA	Société Anonyme
S.p.A.	Società per azioni
OSN	Organizace spojených národů
EU	Evropská unie
EIA	U.S. Energy Information Administration
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
VK	Vlastní kapitál

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Vývoj hodnoty akcie společnosti Albioma SA.....	37
Graf 2: Vývoj podílu „zelené energie“ na produkci energie a tepla Dong Energy S/A.....	38
Graf 3: Zdroje energie v produkci energie a tepla v rámci Dong EnergyS/A.....	39
Graf 4: Emise CO2 na kWh energie vyprodukované Dong Energy S/A.....	40
Graf 5: Vývoj ceny akcie Dong Energy S/A.....	41
Graf 6: Vývoj ceny akcie Enel S.p.A.....	42
Graf 7: Vývoj ceny akcie Vestas Wind Systems A/S.....	43
Graf 8: Projekce vývoje světové spotřeby energie.....	45
Graf 9: Projekce spotřeby energie z hlediska členství v OECD.....	46
Graf 10: Vývoj celkové spotřeby energie v EU dle sektoru.....	47

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1: Vnitřní hodnota akcie ve velmi krátkém období	24
---	----

SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Standardizace hodnot indexu bonity.....	32
Tab. 2: Poplatky a náklady modelového podílového fondu.....	35
Tab. 3: Účetní údaje společnosti Albioma SA pro roky 2014 – 2016.....	50
Tab. 4: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Albioma SA pro roky 2014 – 2016.....	51
Tab. 5: Účetní údaje společnosti Dong Energy S/A pro roky 2014 – 2016.....	52
Tab. 6: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Dong Energy S/A pro roky 2014 – 2016.....	52
Tab. 7: Účetní údaje společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2016.....	53
Tab. 8: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2016.....	54
Tab. 9: Účetní údaje společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2016.....	55
Tab. 10: Hodnoty vybraných poměrových ukazatelů společnosti Vestas Wind Systems A/S. pro roky 2014 – 2016.....	55
Tab. 11: Váha a charakter vybraných poměrových ukazatelů.....	57
Tab. 12: Srovnání společností metodou váženého součtu pořadí.....	58
Tabulka 13: Výpočet indexu bonity Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2016....	59
Tabulka 14: Výpočet indexu bonity Dong Energy S/A pro roky 2014 – 2016.....	60

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha 1: Výkaz zisků a ztrát společnosti Albioma SA pro roky 2015 - 2016
- Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát společnosti Albioma SA pro roky 2014 - 2015
- Příloha 3: Rozvaha společnosti Albioma SA pro roky 2015 - 2016
- Příloha 4: Rozvaha společnosti Albioma pro roky 2014 - 2015
- Příloha 5: Finanční výkazy společnosti Dong Energy S/A pro roky 2012 – 2016
- Příloha 6: Rozvaha společnosti Dong Energy S/A pro roky 2015 – 2016
- Příloha 7: Rozvaha společnosti Dong Energy S/A pro roky 2013 – 2015
- Příloha 8: Výkaz zisku a ztrát společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 – 2016
- Příloha 9: Analýza finanční pozice společnosti Enel pro roky 2015 – 2016
- Příloha 10: Enel S.p.A. a hodnoty spojené s finančními trhy pro roky 2015 – 2016
- Příloha 11: Aktiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 – 2016
- Příloha 12: Pasiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 – 2016
- Příloha 13: Výkaz zisku a ztrát společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015
- Příloha 14: Analýza finanční pozice společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015
- Příloha 15: Enel S.p.A. a hodnoty spojené s finančními trhy pro roky 2014 – 2015
- Příloha 16: Aktiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015
- Příloha 17: Pasiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015
- Příloha 18: Vybrané finanční údaje a ukazatele společnosti Vestas Wind Systems A/S
- Příloha 19: Aktiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2015 – 2016

Příloha 20: Pasiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2015 – 2016

Příloha 21: Aktiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2015

Příloha 22: Pasiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2015

Příloha 1: Výkaz zisků a ztrát společnosti Albioma SA pro roky 2015 - 2016

(€ millions)	2016	2015	Chg 16/15
France - Thermal Biomass	301.5	288.1	+5%
France - Solar Power ⁽²⁾	42.7	42.6	+0%
Brazil	17.7	13.7	+29%
Holding & Other	5.9	5.3	+11%
Revenues	367.8	349.6	+5%
France - Thermal Biomass	96.0	83.9	+14%
France - Solar Power ⁽²⁾	31.4	32.6	-4%
Mauritius (MEE)	3.2	3.1	+5%
Brazil	7.2	4.6	+57%
Holding & Other	(6.3)	(4.3)	N/A
EBITDA	131.4	119.9	+10%
Net income (Group share)	33.0	30.2	+9%

(2) Including Spain and Italy

Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát společnosti Albioma SA pro roky 2014 - 2015

(€ million)	2015	2014	Var. 15/14
France - Thermal Biomass	288,1	290,7	-1%
France - Solar Power ⁽²⁾	42,6	41,6	+2%
Brazil	13,7	18,2	-25%
Holding & Other	5,3	3,6	+49%
Revenues	349,6	354,0	-1%
France - Thermal Biomass ⁽¹⁾	83,9	84,3	-1%
France - Solar Power ^{(2) (3)}	32,6	36,6	-11%
Mauritius (Equity accounted)	3,1	2,8	+11%
Brazil	4,6	12,0	-62%
Of which operating	8,3	15,0	-45%
Of which Holding and Development	(3,7)	(3,0)	-23%
Holding & Other ⁽³⁾	(4,3)	(6,7)	n.a.
EBITDA	119,9	129,0	-7%
Consolidated net income	32,3	31,7	+2%
Consolidated net income (Group share)	30,2	38,0	-20%

(1) Including non-recurring income related to the retroactive effect of price adjustments in 2015

(2) Including Spain and Italy

(3) Including non-recurring income related to the settlement of a supplier dispute in 2014

Příloha 3: Rozvaha společnosti Albioma SA pro roky 2015 - 2016

ASSETS (<i>€ millions</i>)	31-Dec-16	31-Dec-15
Goodwill	12	13
Intangible assets & Property, plant and equipment	1,048	958
Other non-current assets	36	42
Total non-current assets	1,096	1,013
Current assets	136	136
Cash and cash equivalents	96	48
Total ASSETS	1,329	1,198
EQUITY & LIABILITIES (<i>€ millions</i>)	31-Dec-16	31-Dec-15
Equity (Group share)	365	348
Non-controlling interests	74	61
Total equity	438	409
Current and non-current financial liabilities	648	556
Other non-current liabilities	124	123
Current liabilities	118	110
Total EQUITY & LIABILITIES	1,329	1,198

Příloha 4: Rozvaha společnosti Albioma SA pro roky 2014 - 2015

ASSETS (<i>€ millions</i>)	31/12/2015	31/12/2014
Goodwill	13	11
Intangible assets & Property, plant and equipment	958	881
Other non-current assets	42	43
Total non-current assets	1,013	934
Current assets	136	113
Cash and cash equivalents	48	103
Total ASSETS	1,198	1,151
EQUITY & LIABILITIES (<i>€ millions</i>)	31/12/2015	31/12/2014
Equity (Group share)	348	343
Non-controlling interests	61	53
Total equity	409	395
Current and non-current financial liabilities	556	539
Other non-current liabilities	123	129
Current liabilities	110	87
Total EQUITY & LIABILITIES	1,198	1,151

Příloha 5: Finanční výkazy společnosti Dong Energy S/A pro roky 2012 - 2016

Income statement (business performance) (DKKm)	2016	2015	2014	2013	2012
Revenue	61,201	65,444	61,280	68,555	61,004
EBITDA	19,109	8,730	7,798	7,680	2,089
Wind Power	11,867	6,151	6,057	4,252	2,479
Bioenergy & Thermal Power	100	283	422	744	1,067
Distribution & Customer Solutions	7,108	2,173	1,404	2,348	(1,455)
Other activities	34	123	(85)	336	(2)
Depreciation and amortisation	(5,232)	(5,673)	(5,319)	(5,030)	(5,710)
Impairment losses	0	(1,184)	(216)	(1,344)	(2,791)
Operating profit (loss) (EBIT)	13,877	1,873	2,263	1,306	(6,412)
Gain (loss) on divestment of enterprises	1,250	56	1,258	2,045	2,675
Net financial income and expenses	(767)	(1,409)	(838)	(3,079)	(572)
Profit (loss) from associates and joint ventures	(8)	(8)	(484)	(57)	(699)
Profit (loss) before tax	14,352	512	2,199	215	(5,008)
Tax	(2,191)	455	(298)	478	1,473
Profit (loss) for the year from continuing operations	12,161	967	1,901	693	(3,535)
Profit (loss) for the year from discontinued operations	1,052	(13,051)	(7,185)	(1,686)	(486)
Profit (loss) for the year	13,213	(12,084)	(5,284)	(993)	(4,021)
Balance sheet					
Total assets	136,489	147,457	149,914	145,672	157,489
Total equity	57,500	51,736	61,533	51,543	50,016
Shareholders of DONG Energy A/S	39,106	32,090	41,736	31,599	33,421
Non-controlling interests	5,146	6,398	6,561	6,708	7,057
Hybrid capital	13,248	13,248	13,236	13,236	9,538
Interest-bearing net debt	3,461	9,193	3,978	25,803	31,968
Capital employed	60,961	60,930	65,511	77,345	81,984
Additions to property plant, and equipment	17,750	19,843	15,350	19,437	16,549
Cash flow					
Cash flow from operating activities	11,272	7,521	9,568	5,754	2,293
Gross investments	(14,960)	(12,709)	(10,327)	(11,623)	(12,653)
Divestments	9,055	1,982	10,559	15,329	4,362
Free cash flow	5,367	(3,206)	9,800	9,460	(5,998)
Financial ratios					
Return on capital employed (ROCE) ¹ , %	24.4	3.6	4.3	2.2	(10.1)
Adjusted ROCE ² , %	24.4	5.9	4.7	4.3	(5.6)
FFO/adjusted net debt ³ , %	80.5	28.7	41.7	14.0	2.9
Number of outstanding shares, 31 December, '000	420,381	417,726	399,855	293,710	293,710
Share price, 31 December, DKK	267.6	-	-	-	-
Market capitalisation, 31 December, DKK billion	112.5	-	-	-	-
Earnings per share (EPS) (BP), DKK	30.6	(30.7)	(14.9)	(5.9)	(14.1)
Income statement (IFRS)					
Revenue	57,393	66,708	61,866	67,329	60,039
EBITDA	16,939	9,888	7,546	6,555	970
Profit (loss) for the year from continuing operations	10,467	1,854	1,708	(146)	(4,375)

Příloha 6: Rozvaha společnosti Dong Energy S/A pro roky 2015 – 2016

Note	(DKK million)	2016	2015
6.1	Share capital	4,204	4,177
	Reserves	20,218	20,855
	Retained earnings	14,684	7,058
	Equity attributable to shareholders of DONG Energy A/S	39,106	32,090
6.4	Hybrid capital	13,248	13,248
	Non-controlling interests	5,146	6,398
	Equity	57,500	51,736
5.4	Deferred tax	2,185	1,646
3.2	Provisions	8,337	17,754
6.3	Bank loans and issued bonds	22,164	31,775
4.5	Other payables	6,622	5,913
	Non-current liabilities	39,308	57,088
3.2	Provisions	702	1,434
6.3	Bank loans and issued bonds	2,019	4,626
7.1, 8.5	Derivative financial instruments	6,930	9,531
4.2	Construction contracts	171	671
	Trade payables	10,024	10,673
4.5	Other payables	6,277	7,908
	Income tax	54	2,657
	Current liabilities	26,177	37,500
	Liabilities	65,485	94,588
3.6	Liabilities relating to assets classified as held for sale	13,504	1,133
	Equity and liabilities	136,489	147,457

Příloha 7: Rozvaha společnosti Dong Energy S/A pro roky 2013 – 2015

EQUITY AND LIABILITIES

DKK million	Note	2015	2014	2013
Share capital	6.1	4,177	4,177	2,937
Reserves		20,855	20,428	8,431
Retained earnings		7,058	17,131	20,231
Equity attributable to shareholders of DONG Energy A/S		32,090	41,736	31,599
Hybrid capital	6.6	13,248	13,236	13,236
Non-controlling interests		6,398	6,561	6,708
Equity		51,736	61,533	51,543
Deferred tax	5.4	1,646	4,281	5,496
Provisions	3.3	17,754	15,397	12,891
Bank loans and issued bonds	6.2	31,775	35,849	36,767
Other payables	4.5	5,913	4,599	3,958
Non-current liabilities		57,088	60,126	59,112
Provisions	3.3	1,434	537	719
Bank loans and issued bonds	6.2	4,626	208	9,389
Derivative financial instruments	8.5	9,531	8,323	8,519
Construction contracts	4.2	671	1,667	415
Trade payables		10,673	9,031	7,329
Other payables	4.5	7,908	5,905	7,658
Income tax		2,657	2,584	986
Current liabilities		37,500	28,255	35,015
Liabilities		94,588	88,381	94,127
Liabilities relating to assets classified as held for sale	3.8	1,133	-	2
Equity and liabilities		147,457	149,914	145,672

Příloha 8: Výkaz zisku a ztrát společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 - 2016

Millions of euro

	2016	2015	Change	
Total revenue	70,592	75,658	(5,066)	-6.7%
Total costs	55,183	60,529	(5,346)	-8.8%
Net income/(expense) from commodity contracts measured at fair value	(133)	168	(301)	-
Gross operating margin	15,276	15,297	(21)	-0.1%
Depreciation, amortization and impairment losses	6,355	7,612	(1,257)	-16.5%
Operating income	8,921	7,685	1,236	16.1%
Financial income	4,173	4,018	155	3.9%
Financial expense	7,160	6,474	686	10.6%
Total financial income/(expense)	(2,987)	(2,456)	(531)	-21.6%
Share of income/(losses) of equity investments accounted for using the equity method	(154)	52	(206)	-
Income before taxes	5,780	5,281	499	9.4%
Income taxes	1,993	1,909	84	4.4%
Net income from continuing operations	3,787	3,372	415	12%
Net income from discontinued operations	-	-	-	-
Net income (Group and non-controlling interests)	3,787	3,372	415	12%
Net income attributable to shareholders of Parent Company	2,570	2,196	374	17%
Net income attributable to non-controlling interests	1,217	1,176	41	3%

Příloha 9: Analýza finanční pozice společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 – 2016

Millions of euro

	at Dec. 31, 2016	at Dec. 31, 2015	Change	
Net non-current assets:				
- property, plant and equipment and intangible assets	92,318	88,686	3,632	4.1%
- goodwill	13,556	13,824	(268)	-1.9%
- equity investments accounted for using the equity method	1,558	607	951	-
- other net non-current assets/(liabilities)	(802)	1,092	(1,894)	-
Total net non-current assets	106,630	104,209	2,421	2.3%
Net current assets:				
- trade receivables	13,506	12,797	709	5.5%
- inventories	2,564	2,904	(340)	-11.7%
- net receivables due from institutional market operators	(3,592)	(4,114)	522	-12.7%
- other net current assets/(liabilities)	(5,201)	(5,518)	317	-5.7%
- trade payables	(12,688)	(11,775)	(913)	-7.8%
Total net current assets	(5,411)	(5,706)	295	5.2%
Gross capital employed	101,219	98,503	2,716	2.8%
Sundry provisions:				
- employee benefits	(2,585)	(2,284)	(301)	-13.2%
- provisions for risks and charges and net deferred taxes	(8,517)	(8,413)	(104)	-1.2%
Total provisions	(11,102)	(10,697)	(405)	-3.8%
Net assets held for sale	11	1,490	(1,479)	-99.3%
Net capital employed	90,128	89,296	832	0.9%
Total shareholders' equity	52,575	51,751	824	1.6%
Net financial debt	37,553	37,545	8	-

Příloha 10: Enel S.p.A. a hodnoty spojené s finančními trhy pro roky 2015 – 2016

	2016	2015
Gross operating margin per share (euro)	1.63	1.68
Operating income per share (euro)	0.82	0.33
Group net earnings per share (euro)	0.23	0.05
Group net ordinary earnings per share (euro)	0.32	0.33
Dividend per share (euro)	0.18 ⁽¹⁾	0.14
Group shareholders' equity per share (euro)	3.44	3.35
Share price - 12-month high (euro)	4.19	4.46
Share price - 12-month low (euro)	3.40	3.44
Average share price in December (euro)	4.02	3.96
Market capitalization (millions of euro) ⁽²⁾	40,910	37,220
No. of shares outstanding at December 31 (millions)	10,167	9,403

(1) Dividend proposed by the Board of Directors on March 16, 2017, equal to €0.18 per share (of which €0.09 per share approved in November 2016 and paid as an interim dividend as from January 25, 2017).

(2) Calculated on average share price in December.

Příloha 11: Aktiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 – 2016

Millions of euro	Notes		
ASSETS		at Dec. 31, 2016	at Dec. 31, 2015
		<i>of which with related parties</i>	<i>of which with related parties</i>
Non-current assets			
Property, plant and equipment	15	76,265	73,307
Investment property	18	124	144
Intangible assets	19	15,929	15,235
Goodwill	20	13,556	13,824
Deferred tax assets	21	6,665	7,386
Equity investments accounted for using the equity method	22	1,558	607
Derivatives	23	1,609	2,343
Other non-current financial assets	24	3,892	3,274
Other non-current assets	25	706	877
	<i>(Total)</i>	120,304	116,997
Current assets			
Inventories	26	2,564	2,904
Trade receivables	27	13,506	12,797
		<i>958</i>	<i>937</i>
Income tax receivables		879	636
Derivatives	23	3,945	5,073
		<i>18</i>	
Other current financial assets	28	3,053	2,381
		<i>135</i>	<i>2</i>
Other current assets	29	3,044	2,898
		<i>109</i>	<i>135</i>
Cash and cash equivalents	30	8,290	10,639
	<i>(Total)</i>	35,281	37,328
Assets classified as held for sale	31	11	6,854
TOTAL ASSETS		155,596	161,179

Příloha 12: Pasiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2015 – 2016

Millions of euro	Notes		
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		at Dec. 31, 2016	at Dec. 31, 2015
		<i>of which with related parties</i>	<i>of which with related parties</i>
Equity attributable to shareholders of the Parent Company			
Share capital		10,167	9,403
Other reserves		5,152	3,352
Retained earnings/(Loss carried forward)		19,484	19,621
	<i>[Total]</i>	34,803	32,376
Non-controlling interests		17,772	19,375
Total shareholders' equity	32	52,575	51,751
Non-current liabilities			
Long-term borrowings	33	41,336	44,872
		<i>1,072</i>	<i>1,161</i>
Employee benefits	34	2,585	2,284
Provisions for risks and charges - non-current	35	4,981	5,192
Deferred tax liabilities	21	8,768	8,977
Derivatives	23	2,532	1,518
Other non-current liabilities	36	1,856	1,549
		<i>23</i>	<i>4</i>
	<i>[Total]</i>	62,058	64,392
Current liabilities			
Short-term borrowings	33	5,372	2,155
Current portion of long-term borrowings	33	4,384	5,733
		<i>89</i>	<i>89</i>
Provisions for risks and charges - current	35	1,433	1,630
Trade payables	37	12,688	11,775
		<i>2,921</i>	<i>2,911</i>
Income tax payable		359	585
Derivatives	23	3,322	5,509
		<i>11</i>	
Other current financial liabilities	38	1,264	1,063
Other current liabilities	40	12,141	11,222
		<i>28</i>	<i>14</i>
	<i>[Total]</i>	40,963	39,672
Liabilities included in disposal groups classified as held for sale	31	-	5,364
Total liabilities		103,021	109,428
TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		155,596	161,179

Příloha 13: Výkaz zisku a ztrát společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015

Millions of euro

	2015	2014	Change	
Total revenue	75,658	75,791	(133)	-0.2%
Total costs	60,529	59,809	720	1.2%
Net income/(expense) from commodity contracts measured at fair value	168	(225)	393	-
Gross operating margin	15,297	15,757	(460)	-2.9%
Depreciation, amortization and impairment losses	7,612	12,670	(5,058)	-39.9%
Operating income	7,685	3,087	4,598	-
Financial income	4,018	3,326	692	20.8%
Financial expense	6,474	6,456	18	0.3%
Total financial income/(expense)	(2,456)	(3,130)	674	21.5%
Share of income/(losses) of equity investments accounted for using the equity method	52	(35)	87	-
Income before taxes	5,281	(78)	5,359	-
Income taxes	1,909	(850)	2,759	-
Net income from continuing operations	3,372	772	2,600	-
Net income from discontinued operations	-	-	-	-
Net income (Group and non-controlling interests)	3,372	772	2,600	-
Net income attributable to shareholders of the Parent Company	2,196	517	1,679	-
Net income attributable to non-controlling interests	1,176	255	921	-

Příloha 14: Analýza finanční pozice společnosti Enel pro roky 2014 – 2015

Millions of euro

	at Dec. 31, 2015	at Dec. 31, 2014	Change	
Net non-current assets:				
- property, plant and equipment and intangible assets	88,686	89,844	(1,158)	-1.3%
- goodwill	13,824	14,027	(203)	-1.4%
- equity investments accounted for using the equity method	607	872	(265)	-30.4%
- other net non-current assets/(liabilities)	1,092	(741)	1,833	-
Total net non-current assets	104,209	104,002	207	0.2%
Net current assets:				
- trade receivables	12,797	12,022	775	6.4%
- inventories	2,904	3,334	(430)	-12.9%
- net receivables due from equalization funds, market operators and energy services operators	(4,114)	(2,994)	(1,120)	-37.4%
- other net current assets/(liabilities)	(5,518)	(4,827)	(691)	-14.3%
- trade payables	(11,775)	(13,419)	1,644	12.3%
Total net current assets	(5,706)	(5,884)	178	3.0%
Gross capital employed	98,503	98,118	385	0.4%
Sundry provisions:				
- employee benefits	(2,284)	(3,687)	1,403	38.1%
- provisions for risks and charges and net deferred taxes	(8,413)	(7,391)	(1,022)	-13.8%
Total provisions	(10,697)	(11,078)	381	3.4%
Net assets held for sale	1,490	1,488	2	-
Net capital employed	89,296	88,528	768	0.9%
Total shareholders' equity	51,751	51,145	606	1.2%
Net financial debt	37,545	37,383	162	0.4%

Příloha 15: Enel S.p.A. a hodnoty spojené s finančními trhy pro roky 2014 – 2015

	2015	2014
Gross operating margin per share (euro)	1.63	1.68
Operating income per share (euro)	0.82	0.33
Group net earnings per share (euro)	0.23	0.05
Group net ordinary earnings per share (euro)	0.32	0.33
Dividend per share (euro)	0.16	0.14
Group shareholders' equity per share (euro)	3.44	3.35
Share price - 12-month high (euro)	4.46	4.46
Share price - 12-month low (euro)	3.44	3.13
Average share price in December (euro)	3.96	3.75
Market capitalization (millions of euro) ⁽¹⁾	37,220	35,307
No. of shares outstanding at December 31 (millions)	9,403	9,403

(1) Calculated on average share price in December.

Příloha 16: Aktiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015

Millions of euro	Notes	at Dec. 31, 2015		at Dec. 31, 2014	
ASSETS			of which with related parties		of which with related parties
Non-current assets					
Property, plant and equipment	15	73,307		73,089	
Investment property	18	144		143	
Intangible assets	19	15,235		16,612	
Goodwill	20	13,824		14,027	
Deferred tax assets	21	7,386		7,067	
Equity investments accounted for using the equity method	22	607		872	
Derivatives	23	2,343		1,335	
Other non-current financial assets	24	3,274		3,645	
Other non-current assets	25	877		885	
	<i>[Total]</i>	116,997		117,675	
Current assets					
Inventories	26	2,904		3,334	
Trade receivables	27	12,797	937	12,022	1,220
Income tax receivables		636		788	
Derivatives	23	5,073		5,500	
Other current financial assets	28	2,381	2	3,984	
Other current assets	29	2,898	135	3,465	142
Cash and cash equivalents		10,639		13,088	
	<i>[Total]</i>	37,328		42,181	
Assets classified as held for sale	30	6,854		6,778	
TOTAL ASSETS		161,179		166,634	

Příloha 17: Pasiva společnosti Enel S.p.A. pro roky 2014 – 2015

Millions of euro	Notes		
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		at Dec. 31, 2015	at Dec. 31, 2014
		<i>of which with related parties</i>	<i>of which with related parties</i>
Equity attributable to the shareholders of the Parent Company			
Share capital		9,403	9,403
Reserves		3,352	3,362
Retained earnings/(Loss carried forward)		19,621	18,741
	<i>[Total]</i>	32,376	31,506
Non-controlling interests		19,375	19,639
Total shareholders' equity	32	51,751	51,145
Non-current liabilities			
Long-term borrowings	33	44,872	48,655
Employee benefits	34	2,284	3,687
Provisions for risks and charges - non-current	35	5,192	4,051
Deferred tax liabilities	21	8,977	9,220
Derivatives	23	1,518	2,441
Other non-current liabilities	36	1,549	1,464
	<i>[Total]</i>	64,392	69,518
Current liabilities			
Short-term borrowings	33	2,155	3,252
Current portion of long-term borrowings	33	5,733	5,125
Provisions for risk and charges - current	35	1,630	1,187
Trade payables	37	11,775	13,419
Income tax payable		585	253
Derivatives	23	5,509	5,441
Other current financial liabilities	38	1,063	1,177
Other current liabilities	40	11,222	10,827
	<i>[Total]</i>	39,672	40,681
Liabilities included in disposal groups classified as held for sale	31	5,364	5,290
Total liabilities		109,428	115,489
TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		161,179	166,634

Příloha 18: Vybrané finanční údaje a ukazatele společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2012 - 2016

mEUR	2016	2015	2014	2013	2012
HIGHLIGHTS					
INCOME STATEMENT					
Revenue	10,237	8,423	6,910	6,084	7,216
Gross profit	2,126	1,505	1,178	896	796
Profit before financial income and costs, depreciation and amortisation (EBITDA) before special items	1,826	1,212	929	610	473
Operating profit/(loss) (EBIT) before special items	1,421	860	559	211	4
Profit before financial income and costs, depreciation and amortisation (EBITDA) after special items	1,826	1,258	977	530	299
Operating profit/(loss) (EBIT) after special items	1,421	906	607	102	(697)
Net financial items	(33)	(15)	(53)	(138)	(14)
Profit/(loss) before tax	1,287	925	523	(36)	(713)
Profit/(loss) for the year	965	685	392	(82)	(963)
BALANCE SHEET					
Balance sheet total	9,931	8,587	6,997	5,640	6,972
Equity	3,190	2,899	2,379	1,524	1,622
Provisions	622	458	390	388	353
Average interest-bearing position (net)	2,111	1,721	494	(862)	(1,189)
Net working capital	(1,941)	(1,383)	(957)	(596)	233
Investments in property, plant and equipment	304	220	163	73	167
CASH FLOW STATEMENT					
Cash flow from operating activities	2,181	1,472	1,126	1,248	(73)
Cash flow from investing activities	(817)	(425)	(285)	(239)	(286)
Free cash flow	1,364	1,047	841	1,009	(359)
Cash flow from financing activities	(611)	(360)	389	(1,150)	832
Change in cash and cash equivalents less current portion of bank debt	753	687	1,230	(141)	473
RATIOS					
FINANCIAL RATIOS					
Gross margin (%)	20.8	17.9	17.0	14.7	11.0
EBITDA margin (%) before special items	17.8	14.4	13.4	10.0	6.6
EBIT margin (%) before special items	13.9	10.2	8.1	3.5	0.1
EBITDA margin (%) after special items	17.8	14.9	14.1	8.7	4.1
EBIT margin (%) after special items	13.9	10.8	8.8	1.7	(9.7)
Return on invested capital (ROIC) (%) before special items ²⁾	265.2	117.2	35.3	7.7	0.2
Solvency ratio (%)	32.1	33.8	34.0	27.0	23.3
Net interest-bearing debt/EBITDA before special items	(1.8)	(1.9)	(1.5)	(0.1)	1.9
Return on equity (%)	32.6	26.2	20.1	(5.2)	(45.9)
Gearing (%)	15.5	17.1	25.5	39.9	108.0
SHARE RATIOS					
Earnings per share (EUR)	4.4	3.1	1.8	(0.4)	(4.8)
Book value per share (EUR)	14.4	12.9	10.6	7.5	8.0
Price / book value (EUR)	4.3	5.0	2.9	2.9	0.5
P / E ratio	14.0	21.2	17.2	neg.	neg.
Cash flow from operating activities per share (EUR)	9.8	6.6	5.0	6.1	(0.4)
Dividend per share (EUR)	1.31 ³⁾	0.91	0.52	0.0	0.0
Payout ratio (%)	30.0 ³⁾	29.9	29.9	0.0	0.0
Share price 31 December (EUR)	61.7	64.8	30.4	21.5	4.3
Average number of shares	222,360,341	224,074,513	221,674,711	203,704,103	203,704,103
Number of shares at the end of the year	221,544,727	224,074,513	224,074,513	203,704,103	203,704,103

Příloha 19: Aktiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2015 – 2016

mEUR	Note	2016	2015
Intangible assets	3.1, 3.3	828	687
Property, plant and equipment	3.2	1,329	1,279
Investments in associates and joint ventures	3.4	201	225
Other investments		26	20
Tax receivables	5.1	49	109
Deferred tax	5.2	208	149
Other receivables	2.5, 4.5	55	39
Marketable securities	4.5	190	-
Total non-current assets		2,886	2,508
Inventories	2.2	1,985	1,899
Trade receivables	2.3, 4.5	1,038	795
Construction contracts in progress	2.4, 4.5	19	15
Tax receivables	5.1	25	60
Other receivables	2.5, 4.5	322	442
Marketable securities	4.5	11	-
Cash and cash equivalents	4.4, 4.5	3,550	2,765
Total current assets		6,950	5,976
Non-current assets held for sale	6.7	95	103
Total assets		9,931	8,587

Příloha 20: Pasiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2015 – 2016

mEUR	Note	2016	2015
Share capital	4.1	30	30
Other reserves		61	138
Retained earnings		3,099	2,731
Total equity		3,190	2,899
Provisions	3.5	457	314
Deferred tax	5.2	34	20
Financial debts	4.5, 4.6	496	495
Tax payables	5.1	37	44
Other liabilities	2.6, 4.5	90	10
Total non-current liabilities		1,114	883
Prepayments from customers		3,002	2,258
Construction contracts in progress	2.4	73	17
Trade payables	4.5	1,666	1,760
Provisions	3.5	131	124
Tax payables	5.1	191	147
Other liabilities	2.6, 4.5	564	499
Total current liabilities		5,627	4,805
Total liabilities		6,741	5,688
Total equity and liabilities		9,931	8,587

Příloha 21: Aktiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2015

mEUR	Note	2015	2014
Goodwill		252	215
Completed development projects		261	274
Software		61	32
Other intangible assets		20	•
Development projects in progress		93	137
Total intangible assets	3.1	687	658
Land and buildings		763	695
Plant and machinery		219	211
Other fixtures and fittings, tools and equipment		191	168
Plant and machinery in progress		106	58
Total property, plant and equipment	3.2	1,279	1,132
Investments accounted for using the equity method	3.4	225	188
Other investments		20	14
Tax receivables	5.1	109	•
Deferred tax	5.2	149	170
Other receivables	2.5, 4.5	39	36
Total other non-current assets		542	408
Total non-current assets		2,508	2,198
Inventories	2.2	1,899	1,509
Trade receivables	2.3, 4.5	795	598
Construction contracts in progress	2.4, 4.5	15	104
Tax receivables	5.1	60	65
Other receivables	2.5, 4.5	442	402
Cash and cash equivalents	4.4, 4.5	2,765	2,018
Total current assets		5,976	4,696
Non-current assets held for sale	6.7	103	103
Total assets		8,587	6,997

Příloha 22: Pasiva společnosti Vestas Wind Systems A/S pro roky 2014 – 2015

mEUR	Note	2015	2014
Share capital	4.1	30	30
Other reserves		138	498
Retained earnings		2,731	1,851
Total equity		2,899	2,379
Provisions	3.5	314	231
Deferred tax	5.2	20	17
Financial debts	4.5, 4.6	495	3
Tax payables	5.1	44	•
Other liabilities	2.6, 4.5	10	10
Total non-current liabilities		883	261
Financial debts	4.5, 4.6	•	604
Prepayments from customers		2,258	2,156
Construction contracts in progress	2.4	17	12
Trade payables	4.5	1,760	945
Provisions	3.5	124	142
Tax payables	5.1	147	41
Other liabilities	2.6, 4.5	499	457
Total current liabilities		4,805	4,357
Total liabilities		5,688	4,618
Total equity and liabilities		8,587	6,997